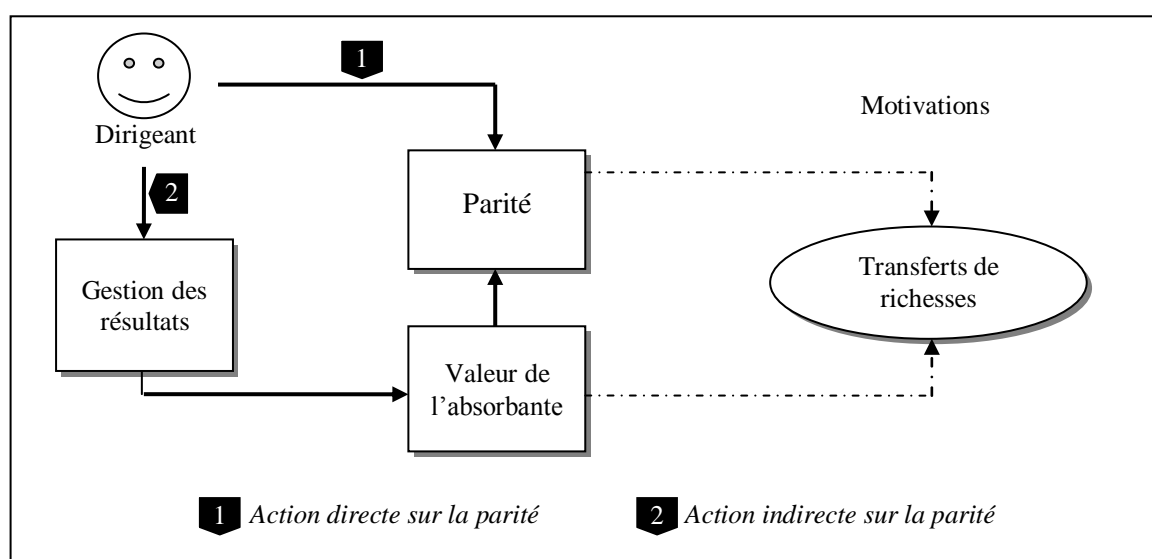

PARTIE 2 – ETUDE EMPIRIQUE DE LA POLITIQUE COMPTABLE DES DIRIGEANTS : LE CAS DES SOCIETES ABSORBANTES FRANCAISES

Le cadre théorique et le modèle de recherche étant posés, la seconde partie de ce travail doctoral consiste en une étude empirique de la politique comptable des dirigeants dans le contexte des fusions-absorptions françaises. Celle-ci a pour principal objectif de tester les hypothèses de recherche formulées précédemment et relatives à l'existence et aux déterminants tant contextuels que politico-contractuels des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes. Concrètement, il s'agit de répondre à trois questions sur les dirigeants des sociétés absorbantes : que font-ils? Comment le font-ils? Pourquoi le font-ils? Afin de satisfaire cet objectif, deux approches sont successivement déployées. La première vise à mieux connaître la détermination de la parité d'échange et la mise en œuvre pratique de l'approche multicritères recommandée par les autorités financières. En effet, la première partie de ce travail ayant montré que les dirigeants pouvaient agir directement sur la parité afin d'opérer des transferts de richesses, il est question d'observer les pratiques des dirigeants en la matière. La seconde approche vise à apprécier l'existence et l'ampleur des choix comptables et financiers des dirigeants pouvant influencer la valeur de la société absorbante et indirectement la parité puis d'en identifier les déterminants. Le schéma (figure n°0.1) suivant rappelle ces deux approches.

Figure n°0.1 : Les deux types d'actions des dirigeants



Cette seconde partie est composée de deux chapitres. La démarche méthodologique est d'abord précisée. Ainsi, après avoir décrit le type d'analyses déployées pour l'étude des pratiques des dirigeants en matière de sélection et de combinaison des différentes méthodes d'évaluation, les modèles utilisés pour mesurer et expliquer les choix comptables des dirigeants ainsi que les échantillons construits sont exposés. L'objectif du troisième chapitre vise dès lors à présenter et justifier la méthodologie adoptée. Le quatrième chapitre fait état des résultats et conclusions dégagées à l'issue des différentes analyses : les premières (analyses de fréquences, analyses factorielles des correspondances puis analyses de régression des critères de parité) ont pour but non seulement de mettre en évidence les pratiques des dirigeants en matière d'approche multicritères mais aussi de mettre en lumière la place prépondérante de l'information comptable dans la fixation de la parité des opérations de fusion-absorption étudiées. Les secondes (analyses des postes comptables potentiellement manipulables, l'estimation de l'ampleur des choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants puis les analyses des déterminants de ces choix) permettent de tester les hypothèses de recherche.

CHAPITRE 3 – LA DEMARCHE METHODOLOGIQUE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 3

Dans le cadre du cheminement de cette recherche, l'exécution de la phase empirique requiert qu'au préalable des précisions soient apportées quant à la démarche méthodologique déployée pour répondre à la question de recherche. Si le cadre théorique suggère que les dirigeants peuvent dans le contexte des fusions-absorptions françaises adopter une politique comptable visant à améliorer la valeur de leur société afin d'influencer la fixation de la parité d'échange, le test de cette hypothèse ainsi que celles relatives aux déterminants de cette politique implique une double approche.

La revue des instruments de la politique comptable des dirigeants a montré que les dirigeants disposaient principalement de deux moyens d'action pour influencer la parité. Ils exercent leur discrétion soit directement lors de la fixation de la parité par le biais de la sélection et de la combinaison des critères de parité servant à évaluer leur société, soit indirectement en adoptant une gestion des résultats modifiant la valeur perçue de leur entreprise et *in fine* la parité. Dans la mesure où les contestations d'actionnaires ont à de nombreuses reprises remis en cause l'application de l'approche multicritères et où celle-ci a fait récemment l'objet de nouvelles recommandations de la part des autorités boursières, il paraît indispensable dans un premier temps d'examiner les pratiques des dirigeants des sociétés absorbantes en la matière (section 1). L'estimation et l'explication des choix comptables et financiers de ces dirigeants peuvent dans un second temps être envisagées (section 2). Le premier objectif de ce chapitre consiste par conséquent à préciser ces deux approches. Celui-ci vise par ailleurs à définir le mode de constitution des échantillons d'analyse ainsi qu'à en exposer les principales caractéristiques (section 3).

SECTION 1 : METHODOLOGIE DE L'ETUDE DE LA FIXATION DE LA PARITE

La littérature académique relative à la politique comptable des dirigeants dans le contexte des fusions-acquisitions postule que ces derniers adoptent une gestion des résultats qui va modifier le nombre d'actions à échanger. Ce postulat repose sur l'idée sous-jacente qu'il existe un lien entre la gestion des résultats des dirigeants et la fixation de la parité d'échange. Parce que l'information comptable occupe une place de premier plan dans la fixation de la parité, l'adoption d'une gestion des résultats, en modifiant la perception des partenaires sur les valeurs des sociétés, influence logiquement la confrontation des sociétés participantes et donc le nombre d'actions à émettre.

Dans le contexte français des fusions-absorptions, la détermination de la parité résulte de la mise en œuvre d'une approche multicritères consistant à confronter les valeurs relatives des sociétés participantes obtenues à partir de plusieurs critères d'évaluation (Résultats, ANC, ANR, cours boursiers, Multiples, DCF, etc.). Les dirigeants doivent sélectionner et appliquer les critères qui serviront de référence à la détermination de la parité, et ce, compte tenu en théorie de la nature de l'opération, des activités des sociétés participantes et des intérêts en présence. Si la revue des instruments de politique comptable dans les fusions révèle que les dirigeants peuvent jouer sur la sélection, la mise en œuvre et la combinaison de ces critères pour atteindre leurs objectifs, nous postulons à notre tour que dès lors que l'information comptable occupe une place centrale dans la fixation de la parité, elle justifie la motivation des dirigeants des sociétés absorbantes à adopter une gestion des résultats visant à influencer les valeurs obtenues à partir des différents critères et par conséquent la parité d'échange.

Si les travaux d'Erhel (1980) et Trébucq (2000) montrent qu'entre les périodes 1970-1977 puis 1992-1996, les critères comptables du cours, de l'ANR et des résultats ont été déterminants dans la fixation de la parité des fusions-absorptions, aucune étude n'est depuis venue identifier les pratiques des dirigeants dans ce contexte. Pourtant, le rapport Naulot (2005, p.16) ainsi que les travaux s'intéressant à des acquisitions (D'engremont et al. 1997 ; Thauvron, 1998, 2000a ; Evysem, 2005 ; Constantin, 2005 ; Bellier-Delienne et Bour, 2007) notent une évolution substantielle des pratiques en matière de méthodes d'évaluation. L'évolution des outils de gestion, l'entrée en vigueur des normes comptables internationales donnant une place centrale au concept de juste valeur, l'internationalisation

des marchés financiers, l'essor des nouvelles technologies auxquels se sont combinés de nouveaux besoins d'information du fait d'une préoccupation accrue pour la gouvernance d'entreprise, tous ces facteurs ont depuis plusieurs années conduit à une modernisation des systèmes d'information et des techniques d'évaluation davantage tournées vers les anticipations futures (Cohen et Perez, 1999). Ces mutations combinées aux évolutions de la réglementation et des recommandations entourant les fusions-acquisitions justifient dès lors que l'on s'interroge sur les pratiques d'évaluation récentes des dirigeants lors des fusions-absorptions.

La première phase de notre partie empirique consiste donc en une étude des critères de parité mobilisés. Celle-ci doit nous permettre de renforcer notre connaissance du mode de fixation actuel de la parité d'opérations de fusion. En nous appuyant sur les travaux de nos prédécesseurs, deux étapes successives sont envisagées et permettent de répondre aux questions suivantes : Quelles sont les méthodes d'évaluation mises en œuvre par les dirigeants des sociétés absorbantes pour fixer la parité lors des fusions récentes ? Comment ces méthodes sont-elles combinées ? Certaines sont-elles déterminantes dans la fixation de la parité ? Répondre à ces questions devrait nous permettre d'apprécier l'étendue des choix des dirigeants en matière d'approche multicritères, le rôle déterminant de l'information comptable dans la détermination de la parité et donc également l'opportunité des dirigeants d'adopter une gestion des résultats influençant le calcul des critères de parité. La première phase d'étude consiste donc à observer l'ensemble des critères utilisés pour fixer la parité (§1). La seconde phase se concentre quant à elle sur l'examen des critères déterminants de la parité (§2).

1. Analyse des critères utilisés

L'observation des pratiques des dirigeants des sociétés absorbantes en matière de sélection des critères de parité est opérée en deux temps. D'abord, nous procédons à l'examen des fréquences des critères employés (§1.1). Ensuite, deux analyses factorielles des correspondances de ces critères sont effectuées (§1.2).

1.1. Analyses de fréquences horizontale et verticale

L'objectif de ces premières analyses est double. Il consiste d'une part à observer les fréquences d'utilisation des différents critères de parité mentionnés dans les traités de fusion. Il s'agit plus précisément de savoir dans quelle mesure les critères comptables servent de référence à l'évaluation des sociétés absorbantes et incidemment à la

détermination de la parité. Notre objectif consiste d'autre part à apprécier le nombre de méthodes employées pour ces sociétés pour chacune des opérations. En effet, si la COB/AMF préconise l'emploi de plusieurs critères, elle suggère également que leur nombre ne doit pas être excessif. Il s'agit là de savoir dans quelle mesure l'approche multicritères est effectivement mise en œuvre.

La collecte des données a été opérée à partir des traités de fusion disponibles sur le site Internet de l'AMF ou obtenus auprès des greffes des Tribunaux de Commerce des sociétés participantes. Ont été collectés les parités d'échange finales fixées lors de chacune des opérations étudiées, les critères utilisés ainsi que les parités théoriques induites par ces différents critères.

Le travail a consisté dans un premier temps à dresser une matrice d'utilisation / absence des critères pour chacune des opérations. Aucune liste de critères n'avait été prédéfinie au préalable de sorte à obtenir une vision initiale la plus exhaustive possible des pratiques. Les critères de parité mentionnés dans les traités de fusion ont été disposés en colonne, les opérations figurent quant à elles en ligne. Un codage binaire a été adopté, la présence du critère étant codée 1, l'absence 0.

Lors de la collecte des informations, il est apparu conformément au rapport Lepetit (1996) que les sociétés absorbées et absorbantes ne sont pas toujours évaluées selon la même méthode d'évaluation. En effet selon ce rapport, lorsque le caractère équitable de l'opération l'exige ou lorsque les activités économiques des sociétés en question divergent, l'application de critères différents aux sociétés participantes est possible. Il en résulte tantôt la mise en œuvre de critères de comparaison « véritables », lorsque les sociétés sont évaluées selon les mêmes méthodes, tantôt des critères de comparaison « non véritables », lorsque les sociétés sont évaluées selon des méthodes différentes. Les travaux français (Erhel, 1980 ; Trébucq, 2000) étant restés silencieux quant au traitement de ces situations, il nous a semblé plus pertinent au regard de l'objet de cette recherche, les sociétés absorbantes, de relever uniquement les méthodes d'évaluation mises en œuvre pour apprécier la valeur de ces sociétés, que celles-ci constituent de véritables critères de comparaison ou non. En effet, notre objectif étant de montrer le rôle de l'information comptable dans la fixation de la parité justifiant de la gestion des résultats des sociétés absorbantes, la prise en compte des méthodes également appliquées aux sociétés absorbées aurait été de nature à biaiser nos résultats dans les cas où celles-ci sont différentes des sociétés absorbantes.

Des analyses de fréquences verticales puis horizontales ont dès lors été réalisées sur la matrice précédemment constituée.

1.2. Analyses factorielles des correspondances

A l'instar des travaux de Trébucq (2000) et de Bellier-Delienne et Bour (2007) dans le contexte des fusions-acquisitions ainsi que ceux de Fabre-Azema (2003) dans le contexte des introductions en bourse, des analyses factorielles de correspondances sont ensuite opérées afin d'approfondir notre connaissance des pratiques des dirigeants en matière d'utilisation des méthodes d'évaluation des sociétés absorbantes. Ces analyses ont un triple objectif. Premièrement, elles visent à décrire la manière dont les méthodes sont associées entre elles. Deuxièmement, les travaux relatifs aux acquisitions ainsi que le rapport Naulot (2005) laissant entendre une évolution des pratiques d'évaluation pour ces opérations, la question est ici de savoir si celles mises en œuvre dans les fusions-absorptions ont également évoluées. Troisièmement, la COB/AMF préconisant de sélectionner des critères appropriés au regard non seulement de la nature économique de l'opération, des intérêts des différentes catégories d'actionnaires mais aussi des activités desdites sociétés, ces analyses doivent nous permettre d'apprécier l'existence de pratiques sectorielles en matière de choix des critères dans les fusions-absorptions. Dans ce sens, la littérature, dont les travaux de DeAngelo (1990), Bartov et al. (2002), Demirakos et al. (2004), Roosenboom (2007) puis Bellier-Delienne et Bour (2007) font partie, suggère que les investisseurs ou analystes privilégient, en fonction du secteur, certaines méthodes d'évaluation pour estimer la valeur des entreprises. Ainsi, pour les secteurs bancaires, immobiliers et les holdings industriels les méthodes patrimoniales seraient privilégiées (DeAngelo, 1990 ; Meier et Schier, 2006 ; Bellier-Delienne et Bour, 2007 ; La Chapelle, 2007). A l'inverse, pour les secteurs des nouvelles technologies (Internet et Haute technologie) il s'agirait davantage des méthodes des multiples (Bartov et al. 2002 ; Roosenboom, 2007 ; La Chapelle, 2007) et des DCF (Demirakos et al. 2004 ; La Chapelle, 2007), la valeur des sociétés dans ces secteurs étant fondée sur leurs opportunités de croissance (Kim et Ritter, 1999), et notamment sur leurs investissements stratégiques selon Boisselier et Dufour (2004) plutôt que sur les coûts historiques (Black, 1998).

Pour atteindre ces différents objectifs, deux analyses factorielles des correspondances sont opérées⁶⁰. L'analyse des correspondances correspond à une méthode descriptive

⁶⁰ Il existe de nombreux outils statistiques permettant l'analyse des données complexes. Ces outils sont généralement classés selon l'objectif de l'analyse, descriptif ou explicatif, et selon la nature des variables utilisées, nominale, ordinale ou métrique. Les principales analyses multivariées utilisées dans les démarches descriptives sont l'analyse en composantes principales (ACP) pour les données métriques ainsi que l'analyse

relativement récente, introduite en France par Benzécri (1973). Elle permet d’obtenir une représentation synthétique de vastes ensembles de données et d’en extraire les éléments les plus significatifs. Elle vise, en outre, à décrire les liaisons (ou correspondances) entre deux variables par leur visualisation sur un même plan factoriel. Ainsi par le biais de nos 2 analyses, nous étudions successivement les correspondances (1) entre les méthodes d’évaluation et les années de fusion puis (2) entre les méthodes d’évaluation et les secteurs d’activité d’appartenance des sociétés absorbantes⁶¹. Dans le cadre de nos études, nous créons ainsi trois variables : une pour les méthodes d’évaluation mises en œuvre pour évaluer l’absorbante (METHODE), une pour les années de fusion (ANNEE) et une dernière pour les secteurs d’activité des absorbantes (SECTEUR).

Toute analyse factorielle des correspondances s’opère à partir d’un tableau de contingence croisant les deux variables à étudier. Ce tableau d’effectifs ventile une population de K observations selon n lignes (i) et p colonnes (j) correspondant chacune au n et p modalités des deux variables nominales I et J (cf. Tableau n°3.1).

Tableau n°3.1 : Tableau de contingence des effectifs

		J					<i>Total</i>
		<i>I</i>	...	<i>j</i>	...	<i>p</i>	<i>Lignes</i>
1		<i>k₁₁</i>	...	<i>k_{1j}</i>	...	<i>k_{1p}</i>	<i>k_{1.}</i>
⋮		⋮		⋮		⋮	⋮
I	<i>i</i>	<i>k_{i1}</i>	...	<i>k_{ij}</i>	...	<i>k_{ip}</i>	<i>k_{i.}</i>
⋮		⋮		⋮		⋮	⋮
n		<i>k_{n1}</i>	...	<i>k_{nj}</i>	...	<i>k_{np}</i>	<i>k_{n.}</i>
<i>Total Colonnes</i>		<i>k_{.1}</i>	...	<i>k_{.j}</i>	...	<i>k_{.p}</i>	<i>K</i>

Dans le cadre du présent travail, deux tableaux de contingence sont successivement construits. Les différentes méthodes d’évaluation (J = METHODE) sont ainsi croisées avec les années au cours desquelles les fusions-absorptions sont intervenues (I = ANNEE), puis avec les secteurs d’activité auxquels appartiennent les sociétés absorbantes (I = SECTEUR). Les deux analyses reposent donc respectivement sur chacun des deux tableaux de contingence susvisés (METHODE/ANNEE puis METHODE/SECTEUR).

factorielle des correspondances (AFC) pour les données qualitatives (nominales). A l’inverse, l’analyse de régression multiple ainsi que l’analyse discriminante sont utilisées dans les démarches explicatives.

⁶¹ Idéalement, il aurait été préférable d’analyser les méthodes d’évaluation mobilisées non seulement au regard des années mais aussi des secteurs d’activité simultanément. Une telle analyse n’a toutefois pas pu être réalisée en raison de la taille de notre échantillon, celui-ci ne nous permettant pas dans cette configuration de satisfaire aux conditions de validité des tests.

Chaque analyse factorielle des correspondances consiste à observer les proximités entre les modalités de chaque variable. Pour comparer les modalités, des profils lignes (tableau n°3.2) et colonnes (tableau n°3.3) sont calculés à partir du tableau de contingence initial précédent. Les effectifs du tableau sont pour cela transformés. Ils sont standardisés par le total de leur ligne et traduisent alors la répartition en pourcentages des individus statistiques à l'intérieur de chaque ligne.

Tableau n°3.2 : Tableau des profils lignes

		J					<i>Somme</i>
		1	...	<i>j</i>	...	<i>p</i>	
I	1	f_1^1	...	f_j^1	...	f_p^1	1
	⋮	⋮		⋮		⋮	⋮
	<i>i</i>	f_1^i	...	f_j^i	...	f_p^i	1
	⋮	⋮		⋮		⋮	⋮
	<i>n</i>	f_1^n	...	f_j^n	...	f_p^n	1
<i>Profil moyen</i>		$f_{.1}$	...	$f_{.j}$	...	$f_{.p}$	1

Avec $f_j^i = k_{ij} / k_i$.

Ces profils lignes reflètent dans notre cas les probabilités conditionnelles d'apparition des méthodes d'évaluation sachant les années (les secteurs).

On procède de façon similaire pour les colonnes, les effectifs initiaux sont divisées par le total de leur colonne et représentent la répartition en pourcentages des observations à l'intérieur des colonnes.

Tableau n°3.3 : Tableau des profils colonnes

		J					<i>Profil moyen</i>
		1	...	<i>J</i>	...	<i>p</i>	
I	1	f_1^1	...	f_1^j	...	f_1^p	$f_{.1}$
	⋮	⋮		⋮		⋮	⋮
	<i>i</i>	f_i^1	...	f_i^j	...	f_i^p	$f_{.i}$
	⋮	⋮		⋮		⋮	⋮
	<i>n</i>	f_n^1	...	f_n^j	...	f_n^p	$f_{.n}$
<i>Somme</i>		1	...	1	...	1	1

Avec $f_i^j = k_{ij} / k_{.j}$

Ces profils colonnes décrivent les probabilités conditionnelles d'apparition des années (secteurs) selon les différentes méthodes d'évaluation.

Pour déceler la liaison entre deux variables, l'analyse factorielle procède au calcul de l'écart de ces variables à l'hypothèse d'indépendance, ceci au moyen de la distance du Chi-deux de Pearson. Selon cette hypothèse, tous les profils lignes sont identiques (c'est-à-dire proportionnels) et égaux au profil ligne moyen. De même, tous les profils colonnes sont identiques et égaux au profil colonne moyen. Autrement dit, deux variables sont considérées comme indépendantes dès lors que les modalités de l'une ne modifient pas la répartition des modalités de l'autre. A l'inverse, elles sont considérées comme liées dès lors que les modalités de l'une influence les modalités de l'autre. L'analyse factorielle des correspondances identifie donc les liaisons entre les variables en calculant la distance entre les différents profils (lignes ou colonnes) au moyen de la distance du Chi-deux. Cette dernière est égale à la somme des écarts des profils (lignes ou colonnes) au carré pondérés par leur poids dans le profil moyen. Cette pondération permet la prise en compte unique des distances entre les modalités en lignes (colonnes) compte tenu de la neutralisation de l'effet de structure du profil moyen (c'est-à-dire le poids de chaque colonne (ligne) au regard de la population totale). Elle s'écrit donc comme suit:

Pour les profils lignes,

$$D\chi^2(i, i') = \sum_{j=1}^p \frac{1}{f_{.j}} \left(\frac{k_{ij}}{k_{i.}} - \frac{k_{i'j}}{k_{i'.}} \right)^2$$

Pour les profils colonnes,

$$D\chi^2(j, j') = \sum_{i=1}^n \frac{1}{f_{i.}} \left(\frac{k_{ij}}{k_{.j}} - \frac{k_{ij'}}{k_{.j'}} \right)^2$$

Cette distance pondérée confère à l'analyse factorielle des correspondances une propriété fondamentale appelée équivalence distributionnelle. Cette propriété permet d'agréger deux modalités d'une même variable ayant des profils similaires en une nouvelle modalité, affectée de la somme de leur poids, sans que cela ne change les distances entre les modalités de cette variable et les distances entre les modalités de l'autre variable.

L'analyse factorielle des correspondances procède alors à deux analyses en composantes principales, l'une sur les profils lignes et l'autre sur les profils colonnes. Tous les profils lignes de la variable I (ANNEE ou SECTEUR) vont former un nuage de n points dans l'espace des p colonnes de la variable J (METHODE). Chaque point a pour coordonnée $f_j^i/f_{i.}$ correspondant à chaque profil ligne f_j^i pondéré par la fréquence relative de la ligne $f_{i.}$. La moyenne des profils lignes pondérés constitue alors le centre de gravité du nuage de points. Il équivaut au profil ligne moyen.

$$\sum_{i=1}^n f_j^i * f_i. = \sum_{i=1}^n \frac{k_{ij}}{k_{i.}} * \frac{k_{i.}}{K} = \sum_{i=1}^n \frac{k_{ij}}{K} = f_j$$

En s'intéressant à la dispersion du nuage autour de son centre de gravité, l'analyse factorielle des correspondances étudie bien l'écart entre les profils lignes et le profil ligne moyen, et donc la liaison entre deux variables comme expliqué précédemment. Le nuage de points est ainsi projeté sur des axes factoriels retenus en fonction de la qualité de la représentation des points sur ces axes, autrement dit lorsque la dispersion du nuage de points sur ces axes est maximale. L'analyse des profils colonne suit une démarche identique.

2. Analyse des critères déterminants

L'observation des critères déterminants dans la fixation de la parité est également opérée en deux temps. Tout d'abord, nous procédons à des analyses de fréquences verticale et horizontale (§2.1). Ensuite, des analyses de corrélation et de régression simple sont effectuées (§2.2).

2.1. Analyses de fréquences horizontale et verticale

Cette analyse doit nous permettre d'identifier les méthodes d'évaluation qui ont contribué le plus à expliquer la parité finale. L'objectif ici consiste plus précisément à apprécier dans quelle mesure les critères mis en œuvre pour la société absorbante ont joué un rôle prépondérant dans la fixation de la parité.

Afin de préparer cette analyse, une seconde matrice est d'abord constituée. Celle-ci récapitule les parités estimées selon les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre pour les sociétés absorbantes pour chacune des opérations. A l'image de la matrice de présence / absence des critères utilisés, les différentes parités théoriques sont disposées en colonne, les opérations figurent quant à elles en ligne. La parité finale est également reprise est figure dans la dernière colonne du tableau.

Sur la base de cette seconde matrice, nous en créons une troisième. En confrontant les différentes parités théoriques obtenues à la parité finalement retenue pour chaque opération, un codage binaire est manuellement opéré. Pour chaque opération, la méthode d'évaluation fournissant la parité estimée la plus proche de la parité finale est codée 1, les autres 0.

Des analyses de fréquences verticale et horizontale sont réalisées sur cette dernière matrice. Elle permet d'observer le caractère déterminant en moyenne des différents critères et notamment celui des critères comptables.

2.2. Analyses de corrélation et régression simple

Pour conforter les précédents résultats, nous opérons des analyses de corrélation et de régression simple à partir des informations fournies par la seconde matrice des parités théoriques. A l'instar de [Thauvron \(1998, 2000a\)](#), ces analyses doivent nous permettre d'apprécier (1) la relation existante entre d'une part la parité retenue et d'autre part chacune des parités estimées selon les différents critères d'évaluation pour chaque opération et (2) le pouvoir explicatif des parités estimées de la parité finale.

Conclusion de la section 1

Cette première section avait pour objectif de présenter la méthodologie mise en œuvre pour l'étude des critères appliqués à la société absorbante pour déterminer la parité. Préalable aux tests des hypothèses, cette étude est opérée en plusieurs étapes successives. Cherchant d'abord à identifier les critères utilisés par les dirigeants des sociétés absorbantes, nous procédons à des analyses de fréquences horizontale et verticale. Souhaitant ensuite à décrire la combinaison de ces critères, l'évolution des pratiques ainsi que des particularités sectorielles, nous opérons deux analyses factorielles des correspondances. Enfin, cherchant à identifier les critères déterminants de la parité, nous effectuons de nouvelles analyses de fréquences ainsi que des analyses de corrélation et de régression simple de la parité finale et des parités estimées selon les différents critères.

Cette méthodologie vise à renforcer notre connaissance de l'approche multicritères servant à fixer la parité. Les trois étapes doivent nous permettre d'apprécier l'étendue des choix des dirigeants des sociétés absorbantes en matière de sélection et de combinaison des critères de parité, le rôle prépondérant de l'information comptable dans celle-ci ainsi que l'opportunité des dirigeants à exercer leur discrétion dans le calcul des critères mobilisés. Cette phase effectuée, le test des hypothèses peut débiter. La méthodologie correspondante est par conséquent présentée dans la section suivante.

SECTION 2 : METHODOLOGIE POUR L'ESTIMATION ET L'IDENTIFICATION DES DETERMINANTS DE LA GESTION DES RESULTATS

A la lumière du cadre théorique présenté dans la première partie de ce travail doctoral, il ressort que les opérations de fusion-absorption peuvent être un contexte propice à l'adoption de choix comptables et financiers de la part des dirigeants des sociétés absorbantes destinée à modifier la valeur de leur société. Notre recherche soulève alors deux questions. La première a trait à l'existence de tels choix. En effet, nous cherchons à savoir si les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers avant l'opération visant à modifier la perception des partenaires de la valeur de l'entreprise et *in fine* à influencer la parité d'échange. De cette question, il en découle une seconde relative aux déterminants des comportements comptables des dirigeants. Notre objectif consiste donc ici à tester le modèle de la recherche, qui formulé à l'issue de la première partie de ce travail (cf. figure n°2.3, p.125), (1) postule la présence d'une gestion des résultats par les dirigeants des sociétés absorbantes et (2) propose plusieurs explications possibles à cette pratique.

Afin d'y parvenir, deux phases successives sont logiquement déployées. La première tente d'identifier les choix comptables et financiers utilisés par les dirigeants puis d'estimer leur ampleur. Cette phase doit nous permettre de tester l'hypothèse H1 relative à l'existence des choix comptables et financiers. La démarche méthodologique de celle-ci est dans un premier temps présentée (§1). La seconde phase correspond au test des hypothèses H2 à H13 relative aux déterminants des choix identifiés dans la phase précédente. Elle est opérée notamment par le biais de modèles de régression. L'opérationnalisation des variables explicatives ainsi que les différents modèles testés sont donc dans un second temps présentés (§2).

1. Identification et estimation des choix comptables et financiers

Les travaux empiriques utilisent un indicateur synthétique pour détecter et estimer les choix comptables et financiers des dirigeants. Il s'agit de la notion de Variables Comptables de Régularisation (VCR) aussi appelée *Accruals* selon la terminologie anglo-saxonne. Celle-ci est censée capter l'ensemble des choix comptables et financiers opérés par les dirigeants. Plusieurs travaux se sont donc attachés à développer des modèles

permettant de les estimer. La définition de notre méthodologie requiert au préalable de présenter cette notion de VCR ainsi que les différents modèles permettant de les estimer (§1.1). Ensuite, notre méthodologie sera explicitée. Nous détaillerons d'abord notre démarche quant au calcul et à l'analyse des VRC Totales (§1.2). Puis, nous présenterons le modèle d'estimation des VCR Discrétionnaires retenu pour tester l'hypothèse H1 (§1.3).

1.1. Définition des VCR et modèles d'estimation existants

Les chercheurs ont progressivement élaboré une instrumentation destinée à l'observation des choix comptables et financiers. Ainsi les premiers travaux se sont soit consacrés à l'analyse d'un choix comptable en particulier soit à celle d'un changement de méthode comptable⁶².

Si l'analyse d'un choix comptable a et reste encore aujourd'hui largement utilisée, elle a cependant pour inconvénient majeur de reposer sur l'hypothèse implicite et peu probable de l'indépendance des choix opérés par les dirigeants. En observant des choix un à un, les chercheurs ne peuvent intégrer l'impact d'une stratégie de combinaison de plusieurs choix. Leurs travaux ne s'inscrivent donc que dans une vision réductrice du champ d'action réel des dirigeants en matière de choix comptables et financiers.

Quant aux études relatives aux changements de méthodes comptables (Lasalle et al. 1993 ; Sweeney, 1994), elles souffrent elles aussi de limites. Le principe de permanence des méthodes restreignant l'occurrence des changements de méthodes et leur mise en œuvre éventuelle étant normalement accompagnée d'une information en annexe les rendant transparents pour un utilisateur averti, les dirigeants sont relativement peu ou marginalement incités à user de ce stratagème pour modifier leurs résultats. L'observation des changements de méthodes comptables ne peut donc là encore refléter toute la flexibilité offerte aux dirigeants. Jeanjean (2002) ajoute que ces études ne permettent pas en l'espèce d'identifier ni le sens (négatif ou positif) ni l'intensité de leurs impacts (% de

⁶² Parmi ceux-ci, certains ont mis en évidence l'existence d'une gestion des résultats à travers l'observation de la politique d'amortissement (Hagerman et Zmijewski, 1979 ; Dhaliwal et al. 1982 ; Groff et Wright, 1989 ; Saada, 1993 ; Christie et Zimmerman, 1994). D'autres se sont intéressés aux provisions pour clients douteux (Mc Nichols et Wilson, 1988 ; Guidry et al. 1999), aux provisions pour restructurations (Moehrle, 2002), aux provisions pour engagements de retraite (Hagerman et Zmitjewski, 1979 ; D'Souza et al. 2001) ou bien encore aux provisions environnementales (Berthelot et al. 2003). La question de la valorisation des stocks a également mobilisé les chercheurs dont notamment Hagerman et Zmijewski (1979), Groff et Wright (1989), Christie et Zimmerman (1994) puis Saada (1995). Quant à Dhaliwal (1980), Lilien et Pastena (1982), Daley et Vigeland (1983), ils se sont consacrés à la comptabilisation des frais de recherche et développement. Enfin, Anderson et Louberdack (1975), Dunne (1990), Robinson et Shane (1990), Aboody et al. (2000) puis Ayers et al. (2002) ont observé le mode de comptabilisation des regroupements d'entreprises.

l'actif net) sur le niveau des résultats. Ces techniques sont donc apparues à elles seules insuffisantes pour détecter efficacement l'existence de choix comptables et financiers.

Présumant que la politique comptable mobilise concurremment plus d'une méthode, les chercheurs ont dès lors développé une technique d'observation d'un portefeuille de choix de méthodes comptables comme l'illustrent les travaux de Zmijewski et Hagerman (1981), Saada (1995), Shabou et Boulila Taktak (2002) qui s'intéressent ainsi à l'impact global de la combinaison de ces différents choix. Cependant, en dépit du fait que cette méthodologie constitue une amélioration significative quant aux biais précédents, elle ne parvient pas pour autant à saisir l'intégralité des options comptables à la disposition des dirigeants.

En toute logique, ces travaux ont été progressivement supplantés par l'analyse d'un indicateur synthétique de la politique comptable. Il s'agit de la notion d'*Accruals*, traduite en français par variables comptables de régularisation (VCR), et introduite par Healy (1985). Celle-ci fait référence à l'ensemble des choix comptables et financiers offerts par la normalisation comptable aux dirigeants. Pour Watts et Zimmerman (1990, p.138), elle mesure l'incidence globale de tous les choix comptables effectués par le dirigeant et permet d'agrèger tous les effets des changements de méthodes comptables en une seule mesure. A ce titre, elle devrait donc être plus à même de refléter une gestion des résultats (Cormier et Magnan, 1995). Cette notion globale est toutefois scindée en deux composantes, l'une correspondant à des VCR dites normales et l'autre aux VCR anormales à la discrétion du dirigeant.

Les VCR sont d'abord définies (§1.1.1). Les principaux modèles d'estimation de leur composante discrétionnaire sont ensuite abordés (§1.1.2).

1.1.1. La notion de variables comptables de régularisation (VCR)

Les VCR recensent l'ensemble des ajustements comptables qui permettent de passer d'une comptabilité de trésorerie (*cash flow basis*) à une comptabilité d'engagement (*accrual basis*). La comptabilité de trésorerie enregistre les transactions lors de leur dénouement monétaire, elle comptabilise l'ensemble des produits encaissés et des charges décaissées pour un exercice comptable donné. La comptabilité d'engagement enregistre les opérations dès qu'elles sont engagées et non plus uniquement lorsqu'elles sont encaissées ou décaissées. Il en résulte des décalages avec le modèle de comptabilité de trésorerie justifiés principalement par l'existence des principes comptables de spécialisation des exercices, de

rattachement des charges aux produits et de prudence⁶³. Les VCR correspondent alors à l'ensemble des produits ou charges enregistrés au compte de résultat qui n'ont pas générés de flux de trésorerie. Leur calcul s'opère donc par différence entre le résultat net d'un exercice et les flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise sur la même période.

$$VCR_{it} = RN_{it} - FT_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t

VCR : variables comptables de régularisation

RN : résultat net

FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise

Dans le contexte français, il est possible d'estimer les VCR selon deux modalités. La première méthode, dite soustractive, consiste tout simplement à mesurer la différence entre le résultat net et les flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise. Néanmoins n'étant pas obligatoire en France avant l'introduction en 2005 des IFRS pour les sociétés cotées, la publication d'un tableau de flux de trésorerie n'est pas systématique. Des calculs supplémentaires sont donc nécessaires. Les flux de trésorerie générés par l'activité sont alors calculés par différence entre la capacité d'autofinancement (CAF) et la variation du besoin en fonds de roulement (BFR) de l'entreprise.

La méthode additive consiste à additionner les composantes des VCR, c'est-à-dire l'ensemble des produits (charges) non encaissés (non décaissés) ainsi que les produits (charges) non encaissables (non décaissables) résultant d'écritures purement comptables. Il s'agit plus précisément de la variation du besoin en fonds de roulement (BFR), des produits et charges calculés qui comprennent l'ensemble des dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises du compte de résultat ainsi que la production immobilisée qui ne représente qu'une écriture purement comptable. On obtient la formulation suivante :

⁶³ Le principe de spécialisation des exercices (Article L123-13 du Code de Commerce) consiste à découper la vie continue de l'entreprise en exercices comptables d'une durée conventionnelle d'un an. Il fait appel au principe de reconnaissance des produits et charges (*revenue recognition*), selon lequel l'enregistrement de ces derniers intervient lors du transfert de propriété. Le passage d'écritures de régularisation (écritures de charges à payer ou produits à recevoir, les charges et produits constatés d'avance) en fin d'exercice en est la conséquence pratique. Le principe de rattachement des charges aux produits de l'exercice (*matching principle*) amène lui à comptabiliser les charges dans l'exercice auxquels les produits correspondants sont attachés (écriture de variations de stocks, activation de certaines charges (frais d'établissement, frais de recherche et développement, charges à répartir...), amortissements et de provisions). Le principe de prudence vise à éviter le risque de transfert, sur des périodes ultérieures, d'incertitudes présentes susceptibles de grever le patrimoine et le résultat. Il en résulte l'enregistrement de charges dès lors que leur réalisation apparaît probable à la clôture de l'exercice.

$$VCR_{it} = VAR\ BFR_{it} - DA_{it} - DP_{it} + REP_{it} + PI_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t

VCR : variables comptables de régularisation

VAR BFR : variation du besoin en fonds de roulement (valeur brute)

DA : dotations aux amortissements

DP : dotations aux dépréciations et provisions

REP : reprises sur dépréciations et provisions

PI : production immobilisée

Cette approche constitue donc une mesure globale des choix comptables et financiers mis en œuvre par les dirigeants d'entreprises. Toutefois, la littérature considère qu'une partie de ces choix comptables et financiers est inhérente à l'application sincère et régulière des principes comptables d'engagement. Par exemple, la politique d'amortissement des immobilisations et de provisionnement est dépendante des éléments de l'actif de l'entreprise, de même pour le niveau du BFR qui est lié à l'activité économique de l'entreprise ainsi qu'à son évolution. L'autre partie des VCR correspond en revanche aux choix discrétionnaires des dirigeants qui visent à majorer ou minorer le résultat de l'exercice. Les VCR totales peuvent donc s'écrire :

$$VCRT_{it} = VCRND_{it} - VCRD_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t ,

VCRT : variables comptables de régularisation totales

VCRND : variables comptables de régularisation non discrétionnaires

VCRD : variables comptables de régularisation discrétionnaires

L'étape ultérieure consiste dès lors à isoler la composante normale des VCR (*VCRND*) liée à une réalité économique de celle résultant de l'intervention discrétionnaire (anormale) des dirigeants (*VCRD*). Il s'agit là d'une tâche difficile qui a mobilisé de nombreux chercheurs. En effet, les VCR discrétionnaires n'étant pas directement observables, des calculs préalables sont nécessaires. Il convient d'abord d'estimer les VCR non discrétionnaires. Les VCR discrétionnaires s'obtiennent ensuite par différence entre le montant des VCR totales et celui estimé pour les VCR non discrétionnaires.

$$VCRD_{it} = VCRT_{it} - E[VCRND_{it}]$$

Avec pour la société i pour la période t ,

VCRD : variables comptables de régularisation discrétionnaires

VCRT : variables comptables de régularisation totales

E[VCRND] : variables comptables de régularisation non discrétionnaires estimées

1.1.2. Modèles d'estimation des variables comptables de régularisation discrétionnaires (VCRD)

Plusieurs modèles ont été proposés pour isoler les deux composantes discrétionnaires et non discrétionnaires des VCR. Ces modèles sont scindés en deux catégories selon le processus de génération des VCR qu'ils postulent. Les premiers, dits modèles naïfs ou stationnaires (§1.1.2.1), présupposent que les VCR non discrétionnaires sont stationnaires en moyenne ou ne sont affectées que par un bruit blanc (Jeanjean, 2002). Les suivants, dits modèles sophistiqués ou économiques (§1.1.2.2), abandonnent cette hypothèse et intègrent des facteurs économiques pour déterminer le niveau de VCR normales. Ces différents modèles sont successivement présentés.

1.1.2.1. Modèles stationnaires

- **Modèle de Healy (1985)**

Healy (1985) part du postulat que tous les VCR sont systématiquement discrétionnaires et ce quelle que soit la période. Les VCR non discrétionnaires sont constantes et égales à 0 en moyenne. Selon lui, les VCR discrétionnaires sont donc égales aux VCR totales.

$$VCRD_{it} = VCRT_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t

VCRD : variables comptables de régularisation discrétionnaires

VCRT : variables comptables de régularisation totales

Cette hypothèse forte formulée par Healy (1985) est à l'origine des critiques qui lui sont imputées. En effet, il est peu vraisemblable que les VCR normales suivent cette logique. Considéré comme trop restrictif, le modèle ne peut donc saisir correctement les VCR discrétionnaires.

- **Modèle de DeAngelo (1986)**

Le modèle de DeAngelo (1986) s'inscrit dans la continuité du modèle précédent dans la mesure où il s'appuie sur le principe de constance des VCR. L'auteur estime que toute variation du niveau des VCR d'une période à l'autre reflète une intervention anormale des dirigeants sur les chiffres comptables. Contrairement à Healy (1985) pour qui les VCR non discrétionnaires sont nulles, les VCR non discrétionnaires d'une période donnée sont pour DeAngelo (1986) équivalentes aux VCR totales de la période précédente.

$$VCRD_{it} = VCRT_{it} - VCRT_{it-1}$$

Sachant que $VCRT_{it-1} = VCRND_{it}$

Ce modèle a largement été repris par les études ultérieures. En effet, comme le souligne Le Nadant (1999), sa mise en œuvre est aisée, peu de données sont nécessaires et sa capacité à détecter des VCR discrétionnaires semble avérée. Toutefois, 3 critiques lui sont opposées. La première est relative à l'hypothèse implicite de non manipulation des VCR de la période précédente. Le chercheur prend donc le risque de surestimer (sous-estimer) les VCR discrétionnaires de la période étudiée si les VCR précédentes ne sont pas exempts de manipulations. La seconde porte quant à elle sur la comparabilité du niveau des VCR d'une entreprise à une autre. Pour y pallier, il convient de les normaliser par un indicateur de taille ou de performance de l'entreprise tels que le total d'actif net (DeAngelo, 1986), les capitaux propres (Cormier et Magnan, 1995), le chiffre d'affaires (Friedlan, 1994), etc. Enfin, la question de la stationnarité des VCR non discrétionnaires n'est toujours pas résolue, le modèle n'intégrant pas les facteurs économiques (comme la croissance des firmes par exemple). La recherche de modèles d'estimation alternatifs des VCR discrétionnaires mobilise depuis les chercheurs qui tentent de surmonter au mieux ces insuffisances

1.1.2.2. Modèles économiques

Jones (1991) est la première à intégrer des déterminants économiques pour l'estimation des VCR discrétionnaires. D'autres auteurs ont ensuite tentés d'enrichir son travail. Nous présenterons le modèle initial de Jones (1991) ainsi que les principales améliorations apportées par Dechow et al. (1995), Rees et al. (1996) puis Defond et Jiambalvo (1994).

- **Modèle de Jones (1991)**

Jones (1991) obtient les VCR discrétionnaires en régressant des VCR totales sur un ensemble de données comptables chronologiques. Elle reprend les trois composantes des VCR totales que sont la variation du besoin en fonds de roulement et les dotations aux amortissements et provisions. Elle explique la part de VCR non discrétionnaires par deux variables, la variation du chiffre d'affaires et le niveau des immobilisations corporelles. Elle estime que le besoin en fonds de roulement reflète essentiellement la conjoncture économique, dont la première concrétisation influe sur le niveau du chiffre d'affaires. La variation du chiffre d'affaires engendre donc, toutes choses égales par ailleurs, une variation du besoin en fonds de roulement ainsi que des provisions. Elle considère également qu'il existe une relation positive et constante entre le niveau des dotations aux

amortissements et celui des immobilisations, en particulier des immobilisations corporelles. Le modèle s'écrit comme suit :

$$\frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{VAR CA_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société i à la période t

$VCRT$: variables comptables de régularisation totales

TA : total de l'actif net

$VAR CA$: variation du chiffre d'affaires

$IMMO$: immobilisations corporelles brutes

α, β_1, β_2 : paramètres de régression

ε terme d'erreur

Les différents paramètres α , β_1 et β_2 sont estimés en régressant les VCR totales sur les différentes variables explicatives, ceci pour chaque société de l'échantillon et sur une période antérieure (période de référence). Toutes les variables sont standardisées par le montant du total d'actif de l'exercice précédent afin de réduire le phénomène d'hétéroscédasticité (Jones, 1991). Le modèle permet alors d'estimer le montant des VCR non discrétionnaires pour la période de test (où la manipulation est présumée). Il suffit pour cela d'appliquer aux variables explicatives de la période de test les paramètres moyens obtenus dans la régression. La confrontation des VCR totales observées pour cette période avec celles estimées fournit les VCR discrétionnaires, soit :

$$\frac{VCRD_{it}}{TA_{it-1}} = \frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} - \left[\bar{\alpha}_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \bar{\beta}_{1i} \frac{VAR CA_{it}}{TA_{it-1}} + \bar{\beta}_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} \right]$$

Avec pour la société i à la période t

$\bar{\alpha}, \bar{\beta}_1, \bar{\beta}_2$: paramètres de régression estimés

Une différence positive (négative) indique que les VCR totales publiées sont supérieures (inférieures) aux VCR normales estimées. Elle traduit donc une gestion à la hausse (baisse) du résultat.

Ce modèle est à l'origine d'un renouvellement méthodologique important dans l'estimation des choix comptables et financiers discrétionnaires. Il reste aujourd'hui l'un des modèles les plus utilisés au monde malgré les critiques qui lui ont été formulées. Les principaux perfectionnements apportés à ce modèle sont présentés en suivant.

- **Améliorations apportées au modèle de Jones (1991)**

Dechow et al. (1995) font remarquer que le modèle de Jones (1991) repose sur l'hypothèse implicite que le chiffre d'affaires n'est pas manipulé. Ces auteurs considèrent à l'inverse que les dirigeants peuvent gérer de façon réelle dans le temps les ventes afin d'influencer

le résultat. Le modèle initial est alors selon eux susceptible d'induire des erreurs de mesure. Ainsi, la variation du chiffre d'affaires en influençant l'estimation des VCR non discrétionnaires (lors du calcul des paramètres de régression) influence mécaniquement celle des VCR discrétionnaires. Le modèle peut conduire dès lors à une mauvaise spécification des composantes discrétionnaires et non discrétionnaires des VCR. Dechow et al. (1995) formulent à leur tour l'hypothèse selon laquelle seule l'augmentation des ventes n'ayant pas de contrepartie immédiate dans les créances clients est explicative des VCR non discrétionnaires. Ils suggèrent donc de corriger la variation du chiffre d'affaires par la variation des créances clients. Le modèle devient alors :

$$\frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{VAR CA_{it} - VAR CC_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société i à la période t ,
 VAR CC : variation des créances clients

Selon Dechow et al. (1995), la version modifiée du modèle permet une meilleure détection des choix comptables et financiers discrétionnaires en comparaison aux modèles utilisés jusqu'à présent. Ils reconnaissent toutefois que la capacité explicative du modèle reste encore assez limitée et la possibilité d'une mauvaise évaluation des pratiques discrétionnaires pour les entreprises ayant des flux de trésorerie extrêmes. Plusieurs chercheurs ont donc par la suite tenté d'y remédier.

Parmi eux, certains (Rees et al. 1996 ; Cormier et al. 1998 ; Kasznik, 1999 ; Soo, 1999, Jeter et Shivakumar, 1999) ont donc intégré une troisième variable explicative au modèle, les flux de trésorerie générés par l'activité en $t-1$, t ou $t+1$. Cette incorporation fait suite aux travaux de Dechow et al. (1995) ainsi qu'à ceux de Dechow (1994) qui met en évidence une corrélation négative entre les flux de trésorerie et les VCR de l'année suivante. Ainsi, considérant qu'une portion importante des flux de trésorerie détermine les VCR ultérieures, celle-ci doit être assimilée à une composante non discrétionnaire de l'exercice suivant. En intégrant cette variable, les chercheurs prennent donc en compte non seulement le phénomène de réversibilité des VCR d'une période à l'autre mais aussi le niveau de performance de l'entreprise exempt de tout ajustement. Le modèle s'écrit ici :

$$\frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{VAR CA_{it} - VAR CC_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{3i} \frac{FT_{(it-1,t,t+1)}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société i à la période t ,
 FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise.

Une troisième amélioration significative a été apportée au modèle de Jones (1991). En effet, l'une des limites du modèle réside dans son mode de régression, en séries

temporelles. Ce dernier implique de disposer d'informations financières pour chaque entreprise étudiée sur une période de temps relativement longue (25 ans dans l'article fondateur de Jones (1991) ; en moyenne 10 ans selon la littérature) afin d'inférer une tendance des VCR normales. Or, se pose ici un premier obstacle fréquemment rencontré par les chercheurs : l'indisponibilité des données sur un espace temporel important. Ensuite, une telle estimation longitudinale revient à considérer que les coefficients de la régression sont stables dans le temps. Or, plus la période d'estimation s'étend, plus ce postulat risque d'être remis en cause compte tenu de l'augmentation de la probabilité de survenance de changements structurels.

Pour cette raison, Defond et Jiambalvo (1994) ainsi que de nombreux chercheurs après eux (Rees et al. 1996 ; Wu, 1997 ; Teoh et al. 1998a,b ; Kasznik, 1999 ; Francis et al. 1999 ; Shivakumar, 2000 ; Heron et Lie, 2002 ; North et O'Connell, 2002 ; Ducharme et al. 2004 ; Khotari et al. 2005, etc.) régressent les VCR totaux non plus en séries chronologiques pour chaque entreprise mais en coupes instantanées pour chaque secteur d'activité. Les coefficients du modèle sont désormais estimés ponctuellement (sur 1 exercice) à partir des données comptables de sociétés comparables à celles étudiées. D'ordinaire, il s'agit d'entreprises appartenant aux mêmes secteurs d'activité que les sociétés étudiées. Ainsi dans l'étude de Defond et Jiambalvo (1994), chaque entreprise étudiée est associée à un portefeuille de sociétés comparables qui va servir à estimer les paramètres de la régression, ce portefeuille étant composé de toutes les sociétés appartenant au même secteur d'activité que la firme en question. L'identification de ce dernier se fait alors selon un critère de regroupement qui est généralement le code américain SIC (*Standard Industrial Classification*), le code européen NACE (Nomenclature d'Activités de la Communauté Européenne) ou le code français NAF (Nomenclature d'Activités Françaises). Le nombre de régression à opérer dépend alors du nombre de secteurs différents identifiés pour l'étude.

Cette nouvelle modalité d'estimation permet de lever l'hypothèse de stabilité des coefficients dans le temps et limite les risques de « biais du survivant ». Elle ne requiert pas un historique de données important car une seule année suffit. La constitution d'un échantillon est donc facilitée même si un minimum de 6 observations est nécessaire pour estimer les paramètres des régressions (Jeanjean, 2002). Cette méthodologie a largement été reprise par les chercheurs aussi bien pour estimer le modèle original de Jones (1991) que ses versions modifiées. Elle est devenue la méthode de régression la plus utilisée car reconnue la plus performante pour estimer les VCR discrétionnaires dans le contexte anglo-saxon (Bartov et al. 2000 ; Peasnell et al. 2000).

Sa mise en œuvre appelle toutefois plusieurs remarques. En effet, cette méthodologie repose sur le postulat que l'actif économique des sociétés d'un même secteur d'activité est relativement homogène. Or, les nomenclatures (SIC, NACE ou NAF) utilisées comme critère de regroupement dans les travaux empiriques négligent le caractère hétérogène des activités d'une entreprise, en ne faisant référence qu'à l'activité principale des entreprises (déterminée selon le chiffre d'affaires), ce qui limite la pertinence économique des analyses des VCR normales. Par ailleurs, si une classification sectorielle (NAF à 2,3 ou 4 chiffres par exemple) suffisamment fine renforce la probabilité d'une homogénéité de la structure des comptes des sociétés d'un secteur, elle peut en contrepartie amener à réduire considérablement la taille de l'échantillon d'estimation. Selon Jeanjean (2002), il est donc nécessaire d'opérer un arbitrage entre taille de l'échantillon et pertinence du critère de regroupement.

Pour pallier ce problème d'échantillonnage, Jeanjean (2002) ainsi que Cormier et al. (1998), Mard (2002), Djama et Boutant (2006) puis Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) utilisent une régression sectorielle sur plusieurs années. On parle de « régression temporelle en coupe sectorielle » ou de « régression poolée » (*pooled regression*). Ce type de régression sur plusieurs exercices a pour intérêt de limiter l'impact des choix ponctuels qui peuvent influencer les composantes des résultats et des VCR tout en tenant compte des facteurs économiques propres à chaque secteur. L'effet induit par la réversibilité des VCR est également pris en compte (Mard, 2004b). Cette méthodologie permet ainsi de maximiser la taille de l'échantillon.

1.2. Estimation et observation des VCR totales

L'estimation de la gestion des résultats des dirigeants s'opère en plusieurs étapes. La première consiste à calculer le montant des VCR totales pour chaque entreprise-année. Nous commençons par estimer ces variables (§1.2.1) et procédons ensuite à des analyses de leurs composantes (§1.2.2). Ces deux phases sont successivement présentées.

1.2.1. Estimation des VCR totales

Les VCR totales correspondant à la différence entre le résultat net et les flux de trésorerie générés par l'activité d'une entreprise pour un exercice donné, nous adoptons pour ce travail la méthode additive telle que présentée dans le paragraphe 1 pour les mesurer. Le travail consiste donc à additionner les différentes composantes des VCR totales que sont la variation du besoin en fonds de roulement, les dotations aux amortissements, aux

dépréciations et provisions nettes des reprises ainsi que la production immobilisée. Les VCR totales sont donc obtenues selon la formule suivante :

$$VCR_{it} = VAR BFR_{it} - DA_{it} - DP_{it} + REP_{it} + PI_{it}$$

Avec pour la société i pour la période t ,

VCR : variables comptables de régularisation

VAR BFR : variation du besoin en fonds de roulement (valeur brute)

DA : dotations aux amortissements

DP : dotations aux dépréciations et provisions

REP : reprises sur dépréciations et provisions

PI : production immobilisée

La variation du BFR⁶⁴ est calculée par différence entre deux bilans successifs de la somme des postes suivants :

$$\begin{aligned} VAR BFR = & Stocks + Avances et acomptes versés sur commande + Clients et comptes rattachés \\ & + Autres créances + Charges constatées d'avance \\ & - Avances et acomptes reçus sur commandes \\ & - Dettes fournisseurs et comptes rattachés - Dettes fiscales et sociales \\ & - Autres dettes - Produits constatés d'avance \end{aligned}$$

1.2.2. Analyse des VCR totales et de leurs composantes

Avant de chercher à estimer les choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants, nous procédons à des statistiques descriptives des VCR totales et de leurs 5 composantes. A l'instar de Le Nadant (1999) puis Thauvron (2000a, 2000b), nous observons également l'évolution de ces postes et tentons ainsi de mettre en relief l'existence de variations anormalement importantes à l'approche de l'opération de sorte à conforter notre idée sur l'adoption de choix comptables et financiers discrétionnaires avant l'opération par les dirigeants des sociétés absorbantes. Cette technique s'inspire de l'approche adoptée par DeAngelo (1986) selon laquelle les variations des VCR totales d'une année à l'autre correspondent à des choix discrétionnaires des dirigeants. Nous opérons des comparaisons de moyennes des VCR totales et de leurs composantes sur les 5 années précédant l'opération et ce à partir des tests t de Student et z de Wilcoxon⁶⁵. Une gestion à la hausse des résultats devrait se traduire par l'observation de moyennes statistiquement positives des variations des postes de reprises et de production immobilisée, une différence de moyenne positive de la variation du BFR ainsi que des

⁶⁴ Le poste dettes sur immobilisations n'est pas à inclure dans le calcul présent du BFR, car ces dettes ne sont pas générées par l'activité de l'entreprise, elles sont attachées à des investissements.

⁶⁵ Même en cas de violations modérées des présupposés (notamment la non-normalité des variables), plusieurs auteurs considèrent qu'il est possible de procéder avec sécurité au test t, celui-ci étant robuste (Malhotra et al. 2004, p.364) à cette hypothèse lorsque l'échantillon est de grande taille (supérieur à 30 observations selon Jolibert et Jourdan, 2006, p.212). Cela étant pour conforter les résultats du premier test, nous procédons également au test non paramétrique z de Wilcoxon.

moyennes négatives des variations des postes de dotations aux amortissements et de dotations aux dépréciations et provisions.

Nous réitérons par ailleurs ces comparaisons de moyennes en ajustant les VCR totales et leurs composantes de la médiane sectorielle annuelle des VCR totales et de leurs composantes calculées à partir de l'échantillon de contrôle et ce afin de neutraliser l'impact sectoriel des variations.

1.3. Estimation des VCR discrétionnaires

L'estimation de la gestion des résultats des dirigeants s'opère en 3 phases successives : la première qui consiste à calculer les VCR totales vient d'être présentée. Nous abordons à présent les phases 2 et 3 qui doivent permettre d'obtenir les VCR discrétionnaires. Ainsi, la seconde phase consistant d'abord à calculer les VCR non discrétionnaires ou normales, elle permet dans la troisième et dernière phase d'estimer les VCR discrétionnaires ou anormales par différence entre les VCR totales et les VCR normales.

La phase d'estimation des VCR non discrétionnaires requiert le choix d'un modèle d'estimation parmi ceux existants que nous venons de présenter. Le modèle d'estimation que nous retenons s'inspire des modèles de Jones (1991) ainsi que des apports de Dechow et al. (1995) puis Rees et al. (1996) et leurs successeurs (Labelle et Thibault, 1998 ; Piot et Janin, 2004, 2007 ; Stepniewski et Soud, 2008). Le modèle utilisé est un modèle de Jones (1991) modifié intégrant la variation des créances clients ainsi que les flux de trésorerie de l'exercice. En effet, tout comme Dechow et al. (1995) nous considérons que seule l'augmentation des ventes n'ayant pas de contrepartie immédiate dans les créances clients est explicative des VCR non discrétionnaires. De même, comme pour les travaux de Rees et al. (1996) et de leurs successeurs, nous postulons qu'une part substantielle des flux de trésorerie influence le niveau des VCR et considérons qu'elle doit à ce titre être assimilée à une composante non discrétionnaire des VCR. Ce choix est justifié dans la mesure où il s'agit d'un modèle utilisé de manière récurrente par la littérature, laquelle le considère parmi les plus performants pour estimer les VCR discrétionnaires. Le modèle s'écrit comme suit :

$$\frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{VAR CA_{it} - VAR CC_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{3i} \frac{FT_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société i à la période t ,

$VCRT$: variables comptables de régularisation totales

TA : total de l'actif net

$VAR CA$: variation du chiffre d'affaires

$VAR CC$: variation des créances clients

$IMMO$: immobilisations corporelles brutes

FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise

α, β_1, β_2 : paramètres de régression

ε terme d'erreur

Les paramètres de régression du modèle de Jones modifié α, β_1, β_2 et β_3 sont obtenus en régressant les VCR totales de chaque entreprise selon la variable du chiffre d'affaires, le montant des immobilisations corporelles et le montant des flux de trésorerie de l'exercice de chaque entreprise. Ces paramètres sont estimés par secteur d'activité sur la période de 4 ans avant l'année précédant l'opération (t-5 à t-2), soit en « régression poolée » comme l'ont antérieurement pratiqué Cormier et al. (1998), Jeanjean (2002), Mard (2002), Djama et Boutant (2006) puis Missonier-Piera et Ben-Amar (2007).

Ce choix se justifie pour plusieurs raisons. En effet, la collecte des informations comptables et financières des sociétés n'a pu être opérée au-delà de 5 exercices précédant l'année avant la fusion. La mise en œuvre d'une régression en série chronologique s'est donc avérée impossible. Nous avons donc choisi, compte tenu des informations qu'il était possible de collecter et des regroupements sectoriels réalisables, d'effectuer une régression temporelle par secteur d'activité. Ainsi, nous tenons compte des enseignements successifs apportés par la littérature et maximisons du même temps la taille de l'échantillon d'estimation.

Les paramètres estimés $\bar{\alpha}, \bar{\beta}_1, \bar{\beta}_2, \bar{\beta}_3$ permettent de calculer, pour la période de test (t-1) et pour chaque entreprise de l'échantillon, les VCR normalement attendues. Concrètement, nous appliquons les paramètres estimés sur la période t-5 à t-2 à la variation des encaisses (chiffre d'affaires moins créances clients), au montant des immobilisations corporelles ainsi qu'à celui des flux de trésorerie de chaque entreprise pour t-1. Le montant des VCR normales ainsi obtenues est confronté au montant des VCR totales réellement constatées pour cette même période. La différence entre ces deux éléments constitue une approximation de la part anormale (discrétionnaire) des VCR opérées par les dirigeants l'année précédant l'opération. Le tableau n°3.4 page suivante reprend de manière synthétique les 3 phases successives du calcul des VCR discrétionnaires.

Tableau n°3.4 : Récapitulatif des 3 phases d'estimation des VCR discrétionnaires

Phase 1 : calcul des VCR Totales

Equation 1 :

$$VCR_{it} = VAR BFR_{it} - DA_{it} - DP_{it} + REP_{it} + PI_{it}$$

Avec pour la société *i* pour la période *t*,

VCRT : variables comptables de régularisation totales

VAR BFR : variation du besoin en fonds de roulement

DA : dotations aux amortissements

DP : dotations aux dépréciations et provisions

REP : reprises sur dépréciations et provisions

PI : production immobilisée

Phase 2 : estimation des paramètres de régression

Equation 2 :

$$\frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{VAR CA_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{3i} \frac{FT_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société *i* à la période *t*,

VCRT : variables comptables de régularisation totales

TA : total de l'actif net

VAR CA : variation du chiffre d'affaires

IMMO : immobilisations corporelles brutes

FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3$: paramètres de régression

ε : terme d'erreur

Phase 3 : estimation des VCR discrétionnaires

Equation 3 :

$$\frac{VCRD_{it}}{TA_{it-1}} = \frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} - \left[\bar{\alpha}_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \bar{\beta}_{1i} \frac{VAR CA_{it} - VAR CC_{it}}{TA_{it-1}} + \bar{\beta}_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \bar{\beta}_{3i} \frac{FT_{it}}{TA_{it-1}} \right]$$

Avec pour la société *i* à la période *t*,

VCRD : variables comptables de régularisation discrétionnaires

VAR CC : variation des créances clients

$\bar{\alpha}, \bar{\beta}_1, \bar{\beta}_2, \bar{\beta}_3$: paramètres de régression estimés

Les VCR discrétionnaires de notre échantillon de sociétés absorbantes sont ensuite confrontées à celles obtenues pour un échantillon de contrôle en suivant strictement la même méthodologie. Cette échantillon de contrôle est composé de sociétés n'ayant pas participé à une fusion-absorption au cours de la période d'étude et dont l'activité principale (appréciée au regard du code NAF 2 ou 3 chiffres selon les cas) et la taille (appréciée selon le total d'actif) sont comparables à celles des sociétés de l'échantillon test. Adoptée par Djama et Boutant (2006) puis Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) dans le contexte des fusions-acquisitions, cette méthodologie doit permettre de montrer que les dirigeants des sociétés absorbantes optent pour des choix comptables et financiers discrétionnaires à l'inverse des dirigeants de sociétés qui n'ont pas connu un rapprochement.

Nous allons plus loin et comparons les moyennes des VCR discrétionnaires des sociétés absorbantes avec celles des sociétés de contrôle à partir de tests paramétrique (test t de Student) et non paramétrique (test z de Wilcoxon). En procédant ainsi, nous cherchons à montrer à la suite de Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) que non seulement les VCR discrétionnaires sont statistiquement différentes de zéro mais qu'elles sont aussi statistiquement différentes de celles des sociétés de contrôle. En observant un niveau de gestion des résultats pour les sociétés absorbantes supérieur à celui des sociétés non soumises à une incitation particulière (à un évènement particulier tel qu'une fusion), cela est de nature à conforter l'idée selon laquelle les dirigeants des sociétés adoptent une gestion des résultats en raison de l'opération de fusion-absorption.

Comme ont pu le faire plusieurs chercheurs français (par exemple Perier, 1997 ; Le Nadant, 1999, 2000), les comptes qui servent de référence au calcul des VCR discrétionnaires sont les comptes sociaux des sociétés absorbantes et de contrôle. Ce choix se justifie ici dans la mesure où une majorité des fusions-absorptions impliquent des sociétés disposant de liens de capital et de contrôle importants⁶⁶ (> 40%). Ces sociétés opèrent de fait une consolidation des comptes des unes par les autres. L'étude des comptes individuels évite dès lors la prise en compte des agrégations des postes comptables, dont ceux des filiales fusionnantes potentiellement manipulables. Des phénomènes de compensation peuvent en l'occurrence exister et rendre la détection de choix comptables et financiers de la part des dirigeants des sociétés absorbantes impossible. Par ailleurs, l'absorbée n'étant pas toujours cotée, la comparaison des sociétés est alors opérée sur la base des comptes sociaux, justifiant là encore leur utilisation dans le calcul des VCR discrétionnaires. Ces comptes sont obtenus à partir de la base de données *Point Risk* (de l'éditeur Dun et Bradstreet)⁶⁷.

2. Identification des déterminants des choix comptables et financiers

Notre objectif consiste dans cette phase à identifier les déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes. Pour ce faire, la méthodologie déployée pour tester les hypothèses H2 à H13 est celle des modèles de régression multiple. La variable expliquée correspond aux VCR discrétionnaires de t-1 précédemment estimées alors que les variables explicatives correspondent aux déterminants potentiels identifiés à

⁶⁶ Selon le rapport Lepetit (1996).

⁶⁷ Cette base recense notamment les comptes sociaux de plus de 1 430 000 sociétés françaises. Elle a été préférée à la base de données Diane qui elle aussi fournit les comptes sociaux des plus grandes sociétés françaises. En effet, si l'historique des données proposé par ces deux bases est d'ordinaire de 10 ans, une collaboration avec Dun et Bradstreet nous a permis d'obtenir des informations plus anciennes jusqu'en 1991.

partir de la littérature et qui sont soit spécifiques au contexte de l'opération soit relatifs à la théorie politico-contractuelle et à ses prolongements.

Des précisions sont d'abord apportées sur l'opérationnalisation des variables explicatives (§2.1). Suivent ensuite les spécifications des modèles de régression (§2.2).

2.1. Opérationnalisation des variables explicatives

L'identification des déterminants des VCR discrétionnaires des dirigeants des sociétés absorbantes en t-1 doit nous permettre de comprendre pourquoi les dirigeants adoptent un tel comportement avant l'opération. La partie théorique de ce travail a permis de dégager un certain nombre d'hypothèses de recherche qui sont à présent opérationnalisées afin d'être testées. Conformément à celle-ci, nous scindons en deux la présentation des variables de mesure utilisées. Les variables testant les déterminants spécifiques au contexte des fusions-absorptions sont premièrement présentées (§2.2.1). Celles testant les déterminants politico-contractuels sont deuxièmement exposées (§2.2.2).

2.1.1. Opérationnalisation des déterminants spécifiques au contexte

Selon notre modèle, il ressort que 5 déterminants contextuels peuvent expliquer les choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes. Il s'agit de (H2) la taille relative de l'opération (§2.2.1.1), de (H3) les effets dilutifs attendus de celle-ci (§2.2.1.2), de (H4) l'initiative de l'opération (§2.2.1.3), de (H5) sa nature (§2.2.1.4) ainsi que de (H6) le recours aux critères comptables pour déterminer la parité (§2.2.1.5). Les variables utilisées pour tester empiriquement ces hypothèses sont successivement précisées.

2.1.1.1. Opérationnalisation de la taille relative de l'opération

L'hypothèse de la taille relative de l'opération a été initiée et testée par Erickson et Wang (1999). Ceux-ci se fondant sur l'arbitrage entre coûts et bénéfices attendus d'une gestion des résultats des dirigeants de la société acquéreuse, ils considèrent que plus la taille relative de l'opération est importante, plus les bénéfices attendus d'une augmentation de la valeur de leur entreprise par le biais d'une gestion des résultats devraient être conséquents. Dès lors, plus la taille relative de l'opération est élevée, plus les dirigeants devraient être incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant le niveau de résultats de leur société afin de diminuer le nombre d'actions à émettre. Ces auteurs appréhendent dans le contexte anglo-saxon la taille relative de l'opération à travers le ratio suivant :

$$\text{Taille relative de l'opération} = \frac{\text{Prix payé pour les titres de la société acquise}}{\text{Valeur de marché des titres de la société acquéreuse}}$$

Ce ratio traduisant littéralement le coût relatif de la société acquise par rapport à la valeur de la société acquéreuse, il n'est toutefois pas à confondre avec la parité d'échange dont le ratio renvoie aux valeurs unitaires des sociétés participantes et qui permet de déterminer le nombre d'actions à émettre. Toutes choses étant égales par ailleurs, le prix payé relatif pour les titres de la société absorbée lorsqu'il est élevé, implique des bénéfices attendus supérieurs d'une gestion des résultats augmentant la valeur de l'absorbante (par rapport à une situation où il serait faible), incitant dès lors les dirigeants à adopter un tel comportement.

Erickson et Wang (1999) vont plus loin en dichotomisant cette variable selon que le ratio de la taille relative pour chacune des opérations est supérieur à celui de la moyenne de l'échantillon. Autrement dit, lorsque le ratio traduit une opération de taille relative importante (supérieure à la moyenne), la variable prend la valeur 1. Lorsque le ratio traduit une opération de taille relative basse (inférieure à la moyenne), la variable prend la valeur 0.

En s'inspirant des travaux de ces auteurs, nous mesurons la taille relative de l'opération par le ratio du prix payé pour les titres de la société absorbée sur la valeur des titres retenue pour la société absorbante. De la même manière, cette variable est dichotomisée mais cette fois-ci en considérant la médiane plutôt que la moyenne dans la mesure où la première n'est pas influencée par les valeurs extrêmes. La variable de la taille relative de l'opération prend dès lors la valeur 1 lorsque le ratio de l'opération est supérieur à la médiane et 0 dans le cas inverse.

2.1.1.2. Opérationnalisation des effets dilutifs attendus

La littérature académique relative aux fusions-acquisitions financées par actions postule que les dirigeants des sociétés acquéreuse adoptent des choix comptables et financiers maximisant la valeur de leur entreprise afin de limiter les effets dilutifs sur le capital et les droits de vote de l'arrivée des actionnaires de la société adverse. En effet, le niveau de dilution étant, toutes choses égales par ailleurs, lié positivement au nombre d'actions à créer et donc lié négativement à la valeur des sociétés absorbantes, plus les effets dilutifs attendus avant l'opération sont importants, plus les dirigeants devraient être incités à adopter des choix améliorant leurs résultats et incidemment la valeur de leur entreprise. Aucune recherche à notre connaissance, si ce n'est Djama et Boutant (2006), ne teste cette

hypothèse. Pourtant, il s'agit là d'une question centrale dans la mesure où elle touche directement les intérêts des actionnaires préexistants, leur part dans les bénéfices et leur pouvoir dans les prises de décision.

Cette absence de test s'explique probablement par l'extrême difficulté pour les chercheurs à déterminer avec précision le niveau de dilution attendu avant l'opération. Nous apprécions les effets dilutifs attendus au travers de la variation du pourcentage de droits de vote des principaux actionnaires avant et après l'opération. Cette mesure est préférée à la dilution apparente (ratio du nombre d'actions nouvelles / nombre d'actions anciennes plus nouvelles) car cette dernière ne permet pas véritablement de saisir l'évolution de la situation des actionnaires de l'absorbante lorsque qu'elle est liée avec l'absorbée et/ou lorsque ceux-ci disposent de détentions dans chacune d'entre elles. La mesure du niveau des effets dilutifs attendus en tant que telle pouvant être biaisée (sur ou sous évalué) compte tenu de la mise en place d'une gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés absorbantes, cette variable est dichotomisée. Elle prend la valeur 1 lorsqu'il existe une variation négative du pourcentage de détention en droits de vote des principaux actionnaires et la valeur 0 dans le cas où celle-ci est positive ou nulle.

En procédant ainsi, cela revient à considérer que la gestion des résultats n'est pas en mesure de pallier dans son intégralité au problème de dilution occasionné par l'opération mais au mieux d'en réduire les effets. Dans cette logique qui finalement se conforme à la littérature existante (Erickson et Wang, 1999 ; Asano et al. 2007), nous considérons que la présence d'effets dilutifs persistants après l'opération constitue une approximation raisonnable des enjeux perçus en termes de dilution des droits de vote par les dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération. Les dirigeants qui anticipent la survenance d'effets dilutifs à l'issue de l'opération devraient adopter plus de choix comptables et financiers qu'en cas d'absence attendue de tels effets.

2.1.1.3. Opérationnalisation de l'initiative de l'opération

La littérature traite de manière alternative les cas des sociétés initiatrices et cibles des opérations de fusion-acquisition. Cette dichotomie laisse supposer que d'une part les motivations des dirigeants dans les deux types de sociétés ainsi que leurs possibilités d'action, et notamment en raison du *timing*, diffèrent. Les dirigeants des sociétés initiatrices seraient selon Erickson et Wang (1999) et Thauvron (2000 a, 2000b) en mesure de mieux anticiper l'opération et d'adopter une gestion des résultats plus importante et satisfaisant leurs objectifs.

Afin d'opérationnaliser cette variable, nous nous référons à la réglementation comptable française (Réglementation CRC 2004-01) des fusions-absorptions qui stipule que les sociétés à l'initiative de l'opération sont celles dont l'actionnaire principal avant l'opération devient (ou reste) l'actionnaire principal de l'ensemble après l'opération. Nous avons dans un premier temps identifié l'actionnaire principal de chacune des sociétés participantes avant l'opération ainsi que l'actionnaire principal chez la société absorbante à l'issue de l'opération. Dès lors nous avons pu dans un second temps créer une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque l'actionnaire principal de l'absorbante avant l'opération devient ou demeure l'actionnaire principal du nouvel ensemble après l'opération et 0 dans le cas inverse. La valeur 1 représente donc les sociétés absorbantes à l'initiatrice d'une fusion-absorption, la valeur 0 correspond quant à elle aux sociétés absorbantes cibles de l'opération.

2.1.1.4. Opérationnalisation de la nature de l'opération

La fusion-absorption peut être assimilée soit à une prise de contrôle soit à une restructuration. Selon Thauvron (2000a, 2000b) et Asano et al. (2007), les dirigeants des sociétés participantes à une telle opération n'adopteraient pas le même comportement comptable selon la nature de celle-ci en raison d'enjeux et de moyens d'actions notoirement différents. Si les enjeux en termes de contrôle sont plus importants dans les prises de contrôle, la surveillance mise en place par les directions adverses en raison des pressions qu'elles subissent de leurs propres actionnaires peut dissuader les dirigeants à adopter des choix comptables et financiers discrétionnaires. A l'inverse dans les restructurations, l'adoption d'une gestion des résultats est plus aisée dans la mesure où non seulement les dirigeants des sociétés mères disposent de moyens d'action supplémentaires (possibilité d'une « gestion intra-groupe » permettant de localiser les bénéfices (cf. Thauvron, 2000a, 2000b)) et où les minoritaires ne sont pas en mesure de contraindre réellement leur direction. Ainsi toutes choses égales par ailleurs, les dirigeants lors de restructurations devraient adopter plus de choix comptables et financiers modifiant la valeur de leur société.

Selon la réglementation comptable française des fusions-absorptions (Réglementation CRC 2004-01), l'identification de la nature de la fusion repose sur la relation de contrôle préexistant entre les sociétés avant l'opération. Cette réglementation précise notamment que lorsqu'aucune des deux sociétés ne contrôle préalablement l'autre ou lorsque celles-ci ne sont pas sous le contrôle d'une même société mère, l'opération implique des sociétés sous contrôle distinct. La fusion est dès lors assimilée à une prise de contrôle. En revanche,

lorsqu'une des sociétés exerce un contrôle sur la société adverse avant l'opération ou que celles-ci sont toutes deux détenues par une même société mère, l'opération correspond alors à une restructuration faisant intervenir des sociétés sous contrôle commun. Afin d'analyser la situation de contrôle avant l'opération, le règlement CRC 2004-01 renvoie à la notion de contrôle exclusif telle que définie par le règlement CRC 99-02 et modifié par le règlement CRC 2004-03.

En conformité avec cette réglementation, une variable dichotomique est créée. Afin de déterminer sa valeur, les structures d'actionnariat respectives des sociétés participantes sont relevées et analysées. Lorsqu'un lien en droits de vote entre les sociétés participantes ou avec une même société mère existe et est supérieur au seuil de 40% (notion de contrôle exclusif précédente), la variable prend la valeur 0 et traduit une restructuration. Dans le cas contraire, c'est-à-dire quand le lien en droits de vote est inférieur à 40% et les sociétés ne sont pas détenues par une même société mère, l'opération correspond à une prise de contrôle codée 1. Dans cette logique, l'hypothèse 5 conduit à postuler un lien négatif entre le niveau de choix comptables et financiers discrétionnaires exercés par les dirigeants des sociétés absorbantes et la nature de l'opération.

2.1.1.5. Opérationnalisation des critères comptables utilisés

Selon Erhel (1980), D'engremont et al. (1997), Thauvron (2000a, 2000b), Trébucq (2000) ainsi que Bellier-Delienne et Bour (2007), la référence aux méthodes comptables pour évaluer les sociétés participantes à une opération de fusion-acquisition est récurrente. Dans le contexte des fusions-absorptions, la parité d'échange est obtenue par confrontation des valeurs relatives des sociétés fusionnantes déterminées selon une approche multicritères. Selon l'hypothèse H6, les dirigeants devraient adopter plus de choix comptables et financiers lorsque les critères comptables sont directement utilisés. En effet, si les investisseurs sur le marché sont dans l'ensemble en mesure d'anticiper les comportements manipulatoires des dirigeants (efficience des marchés), gérer les résultats de l'absorbante ne devrait pas influencer le critère du cours lorsqu'il est utilisé. L'intérêt d'une telle stratégie étant limitée, les dirigeants ne devraient pas être incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant le niveau de leurs résultats. De même, si les dirigeants disposent de moyens alternatifs permettant d'atteindre leur objectif en matière de parité lorsqu'ils recourent à d'autres méthodes, en particulier celles des multiples et des DCF où le choix de l'échantillon de référence et les prévisions peuvent modifier considérablement l'estimation de la valeur de leur société, ils devraient être moins incités à adopter des choix discrétionnaires que lorsque les critères purement comptables sont mobilisés.

Pour tester cette hypothèse, une variable dichotomique est créée. Elle prend la valeur 1 lorsqu'au moins un critère comptable est utilisé et 0 dans le cas contraire.

L'opérationnalisation des déterminants contextuels étant présentée, celle des facteurs politico-contractuels et du gouvernement d'entreprise est abordée en suivant.

2.1.2. Opérationnalisation des déterminants politico-contractuels

Les travaux qui s'inscrivent dans le cadre de la théorie politico-contractuelle et celle du gouvernement d'entreprise testent principalement 7 hypothèses. A la lumière de ce cadre théorique, les choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes peuvent en sus des déterminants contextuels s'expliquer par (H7) la structure d'actionnariat de l'absorbante (§2.2.2.1), par (H8) la détention des dirigeants dans celle-ci (§2.2.2.2), par (H9) la taille de ses auditeurs externes (§2.2.2.3), par (H10) la structure de son conseil d'administration (§2.2.2.4) ainsi que par le niveau (H11) de son endettement, (H12) de ses résultats et (H13) de sa taille (§2.2.2.5). Les variables utilisées pour tester empiriquement ces différentes hypothèses sont successivement exposées.

2.1.2.1. Opérationnalisation de la structure d'actionnariat

Contrairement à l'hypothèse classique selon laquelle la présence d'un actionnariat concentré est censée réduire le niveau de choix comptables et financiers discrétionnaires exercés par les dirigeants, l'hypothèse défendue dans ce travail postule que la présence d'actionnaires détenant une part substantielle de leur société est, dans le contexte spécifique des fusions, de nature à inciter les dirigeants à adopter une gestion à la hausse de leurs résultats (Francoeur et Rakoto, 2006, 2007). Directement exposés aux effets dilutifs de l'opération, les actionnaires prédominants ont tout intérêt à ce que leurs dirigeants optent pour des choix comptables qui améliorent la valeur de leur entreprise dans la mesure où cela va atténuer lesdits effets dilutifs (Erickson et Wang, 1999).

La question de l'influence de la structure d'actionnariat sur le niveau de gestion des résultats a largement été étudiée dans les travaux académiques. Cependant, les indicateurs mobilisés pour tester cette hypothèse diffèrent d'une étude à l'autre. A titre d'illustration, Dhaliwal et al. (1982), Cormier et al. (1998), Benkraïem (2007) puis Francoeur et Rakoto (2007) utilisent une variable dichotomique égale à 1 lorsque le pourcentage de détention du capital détenu par un actionnaire dépasse le seuil de 20% correspondant à la notion d'influence notable de la norme IAS 28. Djama (2002) puis Piot et Janin (2004) retiennent

respectivement des seuils de 1/3 et de 50% des droits de vote. Quant à Saada (1995), Niehaus (1989) ainsi que Mard (2002) puis Jeanjean (2002), ils utilisent directement le % de détention des principaux actionnaires (soit respectivement les 3 ou 5 principaux actionnaires ou ceux détenant plus de 5 %).

Dans la présente étude, nous créons une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque qu'au moins un actionnaire détient plus du tiers des droits de vote en AGE et 0 sinon. Comme Djama (2002), nous considérons que l'actionnariat est concentré dès lors qu'un actionnaire est en mesure de bloquer les décisions importantes de l'entreprise (celles notamment soumises en assemblée générale extraordinaire telle que la fusion) et d'influer sur les orientations stratégiques de celle-ci.

2.1.2.2. Opérationnalisation de l'intéressement des dirigeants

L'hypothèse de l'intéressement des dirigeants est fondée sur le postulat selon lequel les dirigeants dont la rémunération est indexée sur les performances comptables de leur société adoptent des choix comptables et financiers qui tendent à les améliorer. Un des mécanismes d'intéressement de ces dirigeants réside dans l'attribution d'actions qui est alors de nature à faire converger leurs intérêts avec ceux des actionnaires. Dès lors, si la survenance d'une opération de fusion-absorption peut conduire à des effets dilutifs pour les actionnaires de la société absorbante, les dirigeants lorsqu'ils sont propriétaires d'actions sont d'autant plus exposés à ces effets que leur détention est importante. Soucieux de préserver leur rémunération et leur pouvoir à l'issue de l'opération, les dirigeants sont incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant la valeur de l'entreprise et réduisant les effets dilutifs du regroupement.

A l'instar de Hunt (1985), Beneish (1997), Young (1998) puis d'Erickson et Wang (1999) dans le contexte des fusions, cette hypothèse est opérationnalisée au moyen du pourcentage de détention en droits de vote des dirigeants. Comme pour l'hypothèse précédente, nous préférons le ratio en droits de vote à celui en capital dans la mesure où le premier traduit le pouvoir des dirigeants lors des prises de décision.

2.1.2.3. Opérationnalisation de la qualité d'audit externe

La littérature académique postule un lien négatif entre la taille des auditeurs externes et le niveau de gestion des résultats. En effet la qualité d'audit externe, si elle est de manière récurrente associée à la réputation et *in fine* à la taille des commissaires aux comptes

(DeAngelo, 1981 ; Defond et Jiambalvo, 1991 ; Becker et al. 1998 ; Francis et al. 1999 ; Jeanjean, 2002 ; Kim et al. 2003 ; Mard, 2004b ; Piot et Janin, 2004, 2005, 2008 ; Benkraïem, 2007b) est supposée dissuader les dirigeants d'adopter des choix comptables et financiers discrétionnaires. Dans le contexte des fusions-acquisitions, seul Sundgren (2003) teste cette relation négative entre la taille des auditeurs et le niveau de gestion des résultats.

En terme d'opérationnalisation de la taille des auditeurs, les travaux empiriques recourent généralement à une variable dichotomique prenant la valeur 1 selon que le commissaire aux comptes appartient à un grand cabinet d'audit international (selon la période d'étude, les études considèrent soit les *Big 8*, *6*, *5* ou *4*) et 0 sinon. Dans le contexte français, Djama (2002, p.311) se réfère aux plus grands cabinets d'audit français. Aussi, conformément à Jeanjean (2002) et Benkraïem (2007b), nous postulons à notre tour que dans le cadre des fusions-absorptions, l'appartenance d'au moins un commissaire aux comptes⁶⁸ à un grand cabinet d'audit devrait dissuader les dirigeants à adopter des choix comptables et financiers maximisant le niveau de leurs résultats. Une variable muette est alors créée et prend la valeur 1 lorsqu'au moins un commissaire aux comptes appartient à un grand cabinet d'audit et 0 sinon. 5 grands cabinets d'audit internationaux et français servent de référence à cette partition, à savoir KPMG, Ernst & Young, PriceWaterHouseCoopers, Deloitte ainsi que Mazars⁶⁹. Compte tenu de la période d'étude couverte par le présent travail, nous avons en sus ajouté RSM Salustro Reydel qui depuis 2004 a fusionné avec KPMG et qu'il convient de prendre en compte distinctement avec cette date.

Nous procédons de la même manière pour les commissaires à la fusion en créant une variable muette déterminée selon que l'un au moins d'entre eux appartient aux cabinets susvisés ou non.

2.1.2.4. Opérationnalisation de la structure du conseil d'administration

Selon la littérature, la structure des conseils d'administration ou de surveillance influe sur les comportements comptables discrétionnaires des dirigeants. En l'espèce, lorsque la proportion d'administrateurs indépendants est grande, les dirigeants sont moins en mesure

⁶⁸ Une des particularités françaises de l'audit externe réside dans l'obligation des sociétés faisant appel public à l'épargne et donc qui publient des comptes consolidés de disposer d'au moins deux commissaires aux comptes pour certifier les comptes de l'entreprise (Art. L. 823-2 du Code de Commerce). Ces derniers effectuent leurs missions ensemble et de manière concertée (Art. L. 823-15 du Code de Commerce).

⁶⁹ Classement des cabinets d'audit en 2006 opéré selon leur chiffre d'affaires et publié dans la revue *La Profession Comptable* n°290, Avril 2007. En vertu de ce classement, nous intégrons le cabinet Mazars parmi les grands cabinets français car celui-ci se distingue substantiellement des autres cabinets nationaux de par ses revenus proches de ceux des *Big 4* (Piot et Janin, 2007).

d'adopter des choix comptables et financiers modifiant le niveau de leurs résultats (Peasnell et al. 2000 ; Klein, 2002 ; Jeanjean, 2002 ; Piot et Janin, 2005 et Benkraïem, 2007b), ces administrateurs exerçant un contrôle plus strict des dirigeants.

Ce lien négatif est testé dans le présent travail et est appréhendé en calculant le ratio suivant :

$$\% \text{ d'administrateurs indépendants} = \frac{\text{Nombre d'administrateurs indépendants}}{\text{Nombre total d'administrateurs au conseil}}$$

Afin d'identifier les administrateurs indépendants, nous nous référons à la définition du rapport Bouton (2002) et adoptons une procédure similaire à celle mise en place par Jeanjean (2002). Ainsi pour qualifier un administrateur d'indépendant, la méthodologie suivante a été appliquée :

- Si le rapport annuel mentionne le caractère dépendant ou indépendant de l'administrateur, cette information est reprise.

- A défaut, la liste des administrateurs est collectée. Sont dès lors considérés comme dépendants les administrateurs salariés ou anciens salariés et dirigeants du groupe ainsi que les membres de leur famille, les administrateurs actionnaires ou représentants de sociétés actionnaires significatifs (>10% des droits de vote), ainsi que par défaut les institutions financières. Les autres administrateurs sont à l'inverse présumés indépendants.

2.1.2.5. Opérationnalisation des autres variables

3 autres variables sont enfin prises en compte. Il s'agit de l'endettement, des résultats réels et de la taille de l'absorbante.

L'hypothèse classique de l'endettement telle que formulée par Watts et Zimmerman (1986) postule que les dirigeants des sociétés dont l'endettement est important adoptent plus de choix comptables et financiers augmentant leurs résultats, et ce afin de respecter les clauses limitatives d'endettement imposées par les créanciers. Dans le contexte des fusions, les créanciers, qui supporte le risque de faillite de l'absorbante, vont être particulièrement attentifs à l'évolution du niveau d'endettement après l'opération. En outre et compte tenu du rapport de force qui s'exerce entre les sociétés participant au regroupement, les dirigeants ont tout intérêt à mettre en avant un endettement faible qui pourraient leur permettre d'obtenir une parité plus favorable. Dans ces conditions, les dirigeants devraient être d'autant plus incités à adopter une gestion haussant les résultats que leur endettement

s'accroît. A l'instar de Saada (1995), Mard (2004b), Piot et Janin (2004), Djama et Boutant (2006), cette hypothèse est opérationnalisée par le ratio suivant :

$$\text{Taux d'endettement} = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capitaux propres}}$$

S'agissant de la variable des résultats, nous postulons qu'en vertu de son utilité informationnelle et contractuelle (Dumontier et Raffournier, 1989 ; Martinez, 1994) et plus spécialement lors des fusions-absorptions où ils peuvent contribuer de manière plus ou moins directe à la fixation de la parité, les dirigeants ont tout intérêt à améliorer le niveau de leurs résultats de sorte à émettre un nombre d'actions minimisé. Ainsi, lorsque les dirigeants anticipent avant toute intervention de leur part des résultats relativement faibles, ils devraient être d'autant plus incités à les maximiser. A l'instar de Chalayer et Dumontier (1996) et plus récemment Jeanjean (2002), cette hypothèse est opérationnalisée en considérant le résultat net neutralisé des choix comptables et financiers anormaux. La formule suivante expose plus précisément nos calculs :

$$\text{Résultat net non manipulé} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total d'actif}} - \frac{\text{VCR Discretionnaires}}{\text{Total d'actif}}$$

Concernant l'hypothèse de la taille de la société absorbante, nous postulons une relation inverse à celle prédite par la théorie politico-contractuelle. En effet, si d'ordinaire la théorie considère qu'en raison de la visibilité politique des grandes entreprises, celles-ci adoptent des choix comptables et financiers qui visent à diminuer le niveau de leurs résultats (Jones, 1991 ; Cahan, 1992 ; Key, 1997 ; Labelle et Thibault, 1998 ; Magnan et al. 1998 ; D'Souza et al. 2001), nous considérons au contraire qu'en raison du rapport de force inhérent à la fusion, les dirigeants ont tout intérêt à améliorer leurs résultats. Ainsi conformément aux travaux utilisant cette variable (dans le contexte français, on peut par exemple citer Saada (1995), Cormier et al. (1998), Djama (2002), Perier (1998), Piot et Janin (2004), celle-ci est appréhendée au travers du logarithme du total d'actif de la société absorbante.

L'ensemble des variables mentionnées précédemment sont obtenues soit à partir :

- des traités de fusion,
- de la base de données *Dafsa Liens*⁷⁰

⁷⁰ Cette base fournit notamment les liens financiers et humains qui relient les plus grands groupes français à leurs actionnaires et à leurs filiales ainsi que la structure des conseils d'administration ou de surveillance.

- des rapports annuels des sociétés absorbantes. Ces rapports proviennent essentiellement du site Internet de l'AMF, des sites institutionnels des sociétés ou de la base de données *Infinancials*⁷¹.

L'opérationnalisation des variables étant précisée, nous abordons dans la partie suivante la spécification de nos modèles de régression.

2.2. Spécification des modèles de régression

Afin de tester nos hypothèses H2 à H13 relatives aux déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes, le montant des VCR discrétionnaires estimées pour chaque entreprise l'année précédant l'opération (t-1) est régressé sur l'ensemble des variables explicatives définies dans les derniers paragraphes. Deux modèles empiriques sont formulés. Dans le premier modèle, toutes les variables explicatives sont considérées. Dans le second modèle, une variable d'interaction croisant la taille relative de l'opération et la dilution est intégrée en substitution de celles-ci. En procédant ainsi, l'effet combiné de ces deux variables sur la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes est testé. Les tableaux n°3.5 et 3.6 récapitulent respectivement les deux modèles de régression déployés dans cette dernière phase ainsi que les différentes variables associées.

Tableau n°3.5 : Synthèse des modèles de régression déployés

MODELE 1

Equation 4 :

$$VCRD_i = \beta_0 + \beta_1 TREL_i + \beta_2 DIL + \beta_3 INIT_i + \beta_4 NAT_i + \beta_5 UCC_i + \beta_6 BLOC_i + \beta_7 DIR_i + \beta_8 CAC_i + \beta_9 CAF_i + \beta_{10} ADM_i + \beta_{11} DETTES_i + \beta_{12} RNNM_i + \beta_{13} TAILLE_i + \varepsilon_i$$

MODELE 2

Equation 5 :

$$VCRD_i = \beta_0 + \beta_1 TREL_i * DIL_i + \beta_2 INIT_i + \beta_3 NAT_i + \beta_4 UCC_i + \beta_5 BLOC_i + \beta_6 DIR_i + \beta_7 CAC_i + \beta_8 CAF_i + \beta_9 ADM_i + \beta_{10} DETTES_i + \beta_{11} RNNM_i + \beta_{12} TAILLE_i + \varepsilon_i$$

Dans le cadre du présent travail, les coefficients de la régression sont d'abord estimés sur l'ensemble de l'échantillon. Puis, afin d'affiner les résultats et à la manière des travaux

⁷¹ Cette base fournit des données financières (comptes consolidés, ratios financiers, répartition du capital, données boursières, etc.) pour 55 000 entreprises cotées réparties sur 55 pays différents.

empiriques antérieurs qui traitent séparément le cas des sociétés cibles et initiatrices d'opération de fusions-acquisitions, nous renouvelons notre analyse en scindant les sociétés en deux groupes selon qu'elles sont soit à l'initiative de l'opération soit la cible de celle-ci. Dans ce dernier cas, la variable liée à l'initiative de l'opération est bien évidemment exclue desdits modèles.

Tableau n°3.6 : Liste des variables des modèles de régression utilisées

HYP	VARIABLES	MESURES	SENS PREDIT
Variable à expliquer			
	<i>VCRD</i>	Variables comptables de régularisation discrétionnaires standardisées par le total actif précédant	
Variables explicatives			
2	<i>TREL</i>	Variable dichotomique : 1 = ratio (prix des titres de l'absorbée / valeur des titres de l'absorbante) > à la médiane de l'échantillon ; 0 = sinon	+
3	<i>DIL</i>	Variable dichotomique : 1 = existence d'effets dilutifs attendus sur les droits de vote (% variation DV des principaux actionnaires < 0) ; 0 = sinon	+
4	<i>INIT</i>	Variable dichotomique : 1 = l'absorbante est l'initiatrice de l'opération ; 0 = l'absorbante est la cible de l'opération	+
5	<i>NAT</i>	Variable dichotomique : 1 = prise de contrôle ; 0 = restructuration	-
6	<i>UCC</i>	Variable dichotomique : 1 = utilisation d'au moins un critère comptable, 0 = sinon)	+
7a, b, c	<i>BLOC</i>	Variable dichotomique : 1 = Présence d'un actionnaire prépondérant (détenion en droits de vote > 1/3) ; 0 = sinon) Alternativement investisseurs institutionnels, une famille non dirigeante, un dirigeant avec sa famille	+
8	<i>DIR</i>	% de droits de vote du dirigeant	+
9a	<i>CAC</i>	Variable dichotomique : 1 = appartenance d'au moins 1 commissaire aux comptes à un grand cabinet d'audit ; 0 = sinon)	-
9b	<i>CAF</i>	Variable dichotomique : 1 = appartenance d'au moins 1 commissaire à la fusion à un grand cabinet d'audit ; 0 = sinon)	-
10	<i>ADM</i>	% administrateurs indépendants	-
11	<i>DETTES</i>	Ratio dettes financières / capitaux propres	+
12	<i>RNNM</i>	Résultat net non manipulé standardisé par le total d'actif	-
13	<i>TAILLE</i>	ln (total actif)	+

Précisons par ailleurs que trois versions de chacun des modèles sont testées selon que la variable dichotomique relative à l'existence d'un actionnaire prépondérant (BLOC) est calculée en prenant en compte successivement la nature des actionnaires détenteurs des

droits de vote. Cette triple estimation de nos modèles doit nous permettre de tester les sous-hypothèses H7 a, b et c pour lesquelles nous considérons l'influence de la détention prépondérante en droits de vote d'un dirigeant et de sa famille, d'une famille non dirigeante puis des investisseurs institutionnels et leur dilution afférente. Cette partition s'explique en outre par l'imprécision des rapports annuels qui ne distinguent que très rarement les parts respectives des dirigeants et des membres de leur famille, rendant impossible un affinement plus poussé de cette mesure.

Les modèles empiriques sont estimés par la méthode statistique des moindres carrés ordinaires (MCO). Cette technique de régression linéaire consiste à estimer la valeur des coefficients de la régression α_i en minimisant la somme des carrés des écarts ou erreurs ε_i entre la valeur réelle de la variable à expliquer (*VCRD*) et celle prédite par la régression (\overline{VCRD}). Cette technique est la plus appropriée lorsque plusieurs hypothèses sont remplies parmi lesquelles figurent l'absence de multicollinéarité entre les variables explicatives (celles-ci ne doivent pas être fortement corrélées), la normalité des termes d'erreur dont l'espérance doit être égale 0 et la variance constante (homoscédasticité). Le non-respect de ces hypothèses peut être de nature à biaiser l'estimation des coefficients de régression et/ou à rendre inopérants les tests statistiques effectués pour valider les résultats de la régression.

Dans un premier temps, une analyse de corrélation entre les variables explicatives (coefficients de corrélation de Pearson) ainsi qu'une analyse des indicateurs VIF (facteur d'inflation de la variance) sont donc opérées de sorte à vérifier l'absence de multicollinéarité. Nous procédons également à des analyses des résidus des régressions pour valider nos résultats. Nous recourons notamment au test de Kolmogorov-Smirnov⁷² qui permet de s'assurer de la normalité des termes d'erreur. Nous recourons également au test de Breusch-Pagan⁷³ pour vérifier l'homoscédasticité des résidus (sous STATA).

⁷² Ce test pose l'hypothèse nulle d'égalité de la distribution normale et de la distribution des termes d'erreur. La procédure consiste à comparer la fonction de distribution cumulée observée pour les termes d'erreur à celle de la distribution normale. L'hypothèse d'égalité est rejetée lorsque l'écart maximum z (en valeur absolue) entre les fonctions de distribution cumulées observée et normale est supérieur à une valeur critique égale à $1,22/\sqrt{n}$ au seuil de significativité de 10% (Jolibert et Jourdan, 2006, p.224). Elle est acceptée dans le cas contraire.

⁷³ Ce test pose l'hypothèse nulle de la constance de la variance des termes d'erreur et l'hypothèse alternative de la dépendance de la variance des termes d'erreur à la valeur prédite du modèle. L'hypothèse d'homoscédasticité est rejetée (hétéroscédasticité des résidus) lorsque la valeur statistique du test est supérieure à la valeur critique déterminée selon la loi de distribution du χ^2 à 1 degré de liberté et pour un seuil de signification donnée. Elle est validée lorsque la valeur critique est supérieure à la valeur du test. La valeur statistique du test est obtenue de la manière suivante : les résidus sont portés au carré puis divisés par la moyenne des résidus au carré. Ils sont ensuite régressés sur la valeur prédite (*VCRD*) du modèle initial. La valeur du test est alors égale à la moitié de la somme des carrés expliqués de cette régression. Ainsi, lorsque l'hypothèse nulle est vraie, le test suit une distribution du χ^2 à 1 degré de liberté (Breusch et Pagan, 1979).

Les hypothèses une fois validées, nous procédons à l'interprétation des résultats. Pour ce faire, nous observons premièrement la qualité de l'ajustement linéaire des modèles de régression grâce au coefficient de détermination ajusté⁷⁴ qui tient compte non seulement du nombre d'observations et du nombre de variables explicatives. Ce coefficient indique en l'occurrence le pourcentage de variance de la variable dépendante, les VCR discrétionnaires, expliqué par le modèle considéré. Plus ce coefficient tend vers 1, plus grand est le pouvoir explicatif des variables explicatives. Nous observons deuxièmement la significativité globale du modèle à l'aide du test statistique de Fisher⁷⁵. Nous apprécions troisièmement la signification statistique de chacun des coefficients α_i des modèles, et ce par le biais du test t de Student⁷⁶. C'est ce dernier test qui doit nous permettre de valider ou non les hypothèses H2 à H13.

$$^{74} R^2 \text{ ajusté} = 1 - \frac{(1-R^2)(n-1)}{n-k-1}$$

Avec

R^2 : coefficient de détermination du modèle de régression

n : nombre d'observations

k : nombre de variables explicatives

⁷⁵ Celui-ci permet de tester l'hypothèse nulle selon laquelle aucune variable explicative n'exerce une influence significative sur la variable à expliquer (tous les coefficients de la régression sont nuls sauf la constante). Cette hypothèse est rejetée (au moins un coefficient de la régression est non nul) lorsque la valeur F de Fisher est supérieure à la valeur théorique déterminée selon la loi de Fisher à k et $(n-k-1)$ degrés de liberté et pour un seuil de signification donnée.

$$F = \frac{R^2/k}{(1-R^2)/(n-k-1)}$$

Avec R^2 : coefficient de détermination du modèle de régression

n : nombre d'observations

k : nombre de variables explicatives

⁷⁶ Celui-ci teste l'hypothèse nulle selon laquelle le coefficient considéré est égale à 0. Celle-ci est rejetée (la variable explicative influence de manière significative la variable à expliquer) lorsque la valeur du t de Student calculée est en dehors de l'intervalle borné par plus ou moins la valeur t critique déterminée selon le seuil de signification souhaitée (divisé par 2) et avec $(n-k-1)$ degrés de liberté.

$$t = \frac{\alpha_i}{\sigma_{\alpha_i}}$$

Avec α_i : estimateur du coefficient (MCO)

σ_{α_i} : écart-type de α_i

Conclusion de la section 2

Cette seconde section avait pour objectif de présenter la méthodologie mise en œuvre pour apprécier l'existence de choix comptables et financiers discrétionnaires de la part des dirigeants des sociétés absorbantes ainsi que les déterminants de ces choix. Ainsi, après avoir défini les notions de VCR totales et discrétionnaires puis décrit les principales techniques jusqu'à présent mobilisées par les chercheurs, nous avons abordé la méthodologie adoptée dans ce travail doctoral.

En l'espèce, l'identification et l'estimation de l'ampleur des choix comptables des dirigeants des sociétés absorbantes sont opérées par le biais de deux études, la première revient à observer l'évolution des VCR totales sur les 5 ans précédant l'opération alors que la seconde consiste à calculer les VCR discrétionnaires à partir du modèle de Jones modifié estimé par secteur d'activité sur une période de 4 ans avant l'année précédant la fusion. Quant à l'identification des déterminants des choix comptables des dirigeants, elle est opérée au moyen de 2 modèles de régression. La seconde partie de cette section a donc dans un premier temps consisté à présenter l'opérationnalisation des variables indépendantes introduites dans les modèles empiriques puis à exposer la spécification desdits modèles.

Notre démarche méthodologique étant précisée, nous nous concentrons maintenant au mode de constitution des échantillons test et de contrôle ainsi qu'à un descriptif succinct des sociétés les composant.

SECTION 3 : CONSTRUCTION ET PRESENTATION DES ECHANTILLONS TEST ET DE CONTROLE

Le test des hypothèses par le déploiement de la méthodologie présentée dans les paragraphes précédents requiert la construction de deux échantillons, l'un composé de sociétés absorbantes et l'autre composé de sociétés n'ayant pas pris part à une opération de rapprochement sur la période d'étude. L'objectif de cette section est double. Il consiste d'une part à décrire la démarche adoptée pour construire ces deux échantillons d'analyse puis d'autre part à en présenter les principales caractéristiques, tant sur le plan sectoriel, que contextuel et financier. Ladite section se compose par conséquent de deux parties. L'une traite de l'échantillon de sociétés absorbantes (§1), l'autre se consacre à l'échantillon de sociétés de contrôle (§2).

1. L'échantillon de sociétés absorbantes

La présentation de l'échantillon de sociétés absorbantes est opérée en deux temps. D'abord, la procédure suivie pour la construction de l'échantillon est décrite (§1.1). Seulement ensuite sont développées les principales caractéristiques sectorielles, contextuelles et financières des sociétés absorbantes (§1.2).

1.1. Construction de l'échantillon

L'échantillon de sociétés absorbantes est constitué à partir des opérations de fusion-absorption intervenues entre sociétés françaises entre 1997 et 2006. Nous avons retenu pour borne inférieure l'année 1997 car elle constitue un compromis satisfaisant entre d'une part la recherche d'homogénéité dans les comptes sociaux des sociétés de l'échantillon et d'autre part l'obtention d'un nombre suffisant d'observations indispensables au bon déroulement des analyses quantitatives. En outre, la collecte des données nécessaires à l'analyse des fusions réalisées avant 1997 est extrêmement difficile, les bases de données ne fournissant généralement qu'un historique de 10 ans. Nous avons retenu par ailleurs comme borne supérieure l'année 2006 car nous souhaitons une proximité temporelle de la période d'étude avec celle de réalisation du présent travail.

L'échantillon regroupe uniquement les opérations visées par la COB/AMF. Il s'agit notamment des opérations intervenues entre sociétés dont au moins une est cotée à la

Bourse de Paris, soit au premier, second ou nouveau marché avant janvier 2005 soit sur l’Eurolist A, B ou C après cette date. Les opérations réalisées sur le marché libre ou sur Alternext ne sont pas considérées en raison de l’absence de contraintes déclaratives sur ces marchés lors des fusions.

L’échantillon de départ est composé de toutes les fusions-absorptions visées par la COB/AMF sur la période d’étude, soit 164 opérations selon ses propres statistiques annuelles. Pour qu’une fusion soit retenue, les sociétés absorbantes doivent disposer d’une activité industrielle ou commerciale. Les fusions pour lesquelles l’absorbante exerce une activité purement financière ou d’assurance sont exclues en raison des motivations et réglementations comptables spécifiques à ces sociétés. Cette étape nous conduit à éliminer 40 opérations. L’échantillon atteint alors 122 opérations. Ensuite, les opérations pour lesquelles l’absorbante a déjà participé à une fusion dans les 5 années qui la précèdent sur la période d’étude sont également éliminées. Cette nouvelle étape nous conduit à exclure 15 opérations. L’échantillon final est alors constitué des fusions-absorptions restantes, soit 107 opérations. Le tableau n°3.7 suivant reprend la procédure de sélection de l’échantillon.

Tableau n°3.7 : Procédure de sélection de l’échantillon

Critères de sélection des fusions-absorptions	Nombre d’opérations
Echantillon potentiel	
Fusions-absorptions visées par la COB/AMF entre 1997 – 2006	164
- Fusions dont les sociétés absorbantes ont une activité purement financière ou d’assurance	-40
Fusions dont les sociétés absorbantes ont une activité industrielle ou commerciale	<u>122</u>
- Fusions dont les sociétés absorbantes ont déjà subit une fusion (-5 ans)	-15
Echantillon Final	<u>107</u>

1.2. Description de l’échantillon

La description de l’échantillon comporte plusieurs aspects. Elle se consacre dans un premier temps à la représentativité et l’évolution annuelle de l’échantillon de sociétés absorbantes étudiées (§1.2.1). La distribution sectorielle des sociétés absorbantes (§1.2.2) ainsi que leur distribution selon la nature et l’initiative de l’opération (§1.2.3) sont dans un second temps discutées. Quant aux principales caractéristiques financières de ces sociétés, elles sont présentées dans un troisième temps (§1.2.4).

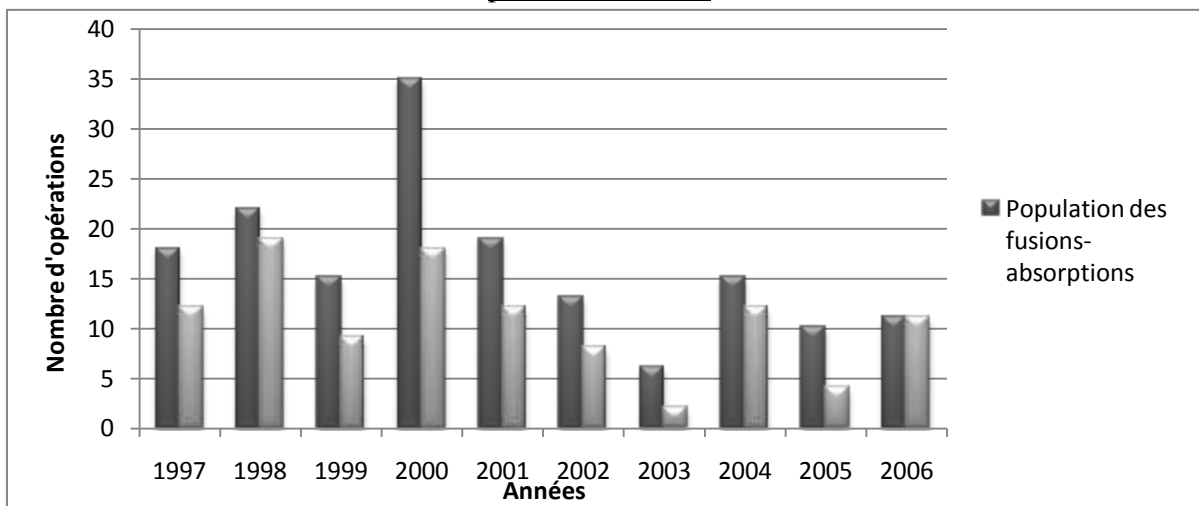
1.2.1. Représentativité et évolution annuelle de l'échantillon

L'échantillon d'étude dispose d'un fort pouvoir de représentation de la population des opérations impliquant au moins une société cotée. En effet, celui-ci représente près des deux tiers (107/164) des fusions-absorptions intervenues sur la période de 1997 à 2006. Le nombre d'opérations sur la première moitié de cette période est relativement élevé et correspond à la vague d'opérations de fusion-acquisition intervenues à la fin des années 1990 et ce jusqu'à l'éclatement de la bulle Internet fin 2000. La seconde moitié après 2001 marque un net ralentissement avec en moyenne une dizaine d'opérations par an. De la même manière, notre échantillon comprend plus d'opérations en début qu'en fin de période d'étude. Le tableau n°3.8 ainsi que la figure n°3.1 mettent en parallèle les opérations effectivement intervenues sur la période avec celles étudiées.

Tableau n°3.8 : Confrontation de la population des fusions-absorptions et de l'échantillon d'étude – période 1997-2006

Années	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Population des fusions-absorptions	18	22	15	35	19	13	6	15	10	11	164
Echantillon d'étude	12	19	9	18	12	8	2	12	4	11	107
% de la population	67	86	60	51	63	62	33	80	40	100	65%

Figure n°3.1 : Evolution de la population des fusions-absorptions et de l'échantillon d'étude - période 1997-2006



1.2.2. Distribution sectorielle de l'échantillon

L'échantillon implique 107 sociétés absorbantes différentes. Le tableau n°3.9 suivant décrit la distribution de l'échantillon des sociétés par secteur d'activité. Nous nous inspirons du code NAF pour composer nos secteurs. Il s'agit d'avoir un nombre d'entreprises par secteur suffisant pour satisfaire à la significativité des tests mais aussi de séparer les

entreprises de façon assez fine pour disposer de secteurs relativement homogènes. La classification retenue revient à répartir les sociétés absorbantes sur 10 secteurs d'activité. Les secteurs d'activité les plus représentés sont le secteur des machines et équipements, de la haute technologie ainsi que des services et de la communication. Ces deux derniers secteurs ont en effet connu une forte croissance en début de la période d'étude avec l'explosion des activités informatiques, Internet et de la communication. Ils correspondent respectivement à 12, 24 et 29% de l'échantillon d'étude, soit près de 65 % à eux trois. A l'inverse, les secteurs du BTP et de la manutention ainsi que celui de l'industrie agro-alimentaire sont les secteurs les moins représentés, avec seulement 3 et 4% des sociétés de l'échantillon.

Tableau n°3.9 : Distribution des sociétés de l'échantillon par secteur d'activité

Secteurs d'activité	Nombre de sociétés	%
1. Energies et eau :	5	5
2. Agro-alimentaire :	4	4
3. Chimie, plastique, pharmacie:	8	7
4. Métallurgie, sidérurgie :	5	5
5. Machines et équipements :	13	12
6. BTP, manutention :	3	3
7. Textile, habillement :	6	6
8. Haute technologie :	26	24
9. Distribution :	6	6
10. Services et communication :	31	29
Total	107	100%

1.2.3. Distribution de l'échantillon selon la nature et l'initiative de l'opération

L'opération peut correspondre soit à une prise de contrôle soit à une restructuration entre sociétés appartenant au même groupe. Dans chacun de ces deux cas, la société absorbante peut être tantôt à l'initiative tantôt la cible de l'opération. On parle dans ces conditions d'opération à l'endroit ou à l'envers. Le tableau n°3.10 suivant illustre la répartition des sociétés absorbantes selon la nature des opérations auxquelles elles prennent part et selon que celles-ci en sont à l'initiative ou non. Ce tableau montre que notre échantillon est composé principalement d'opérations de restructuration puisque celles-ci représentent 75% des opérations de l'échantillon. Les prises de contrôle ne concernent que 27 opérations (soit 25% de l'échantillon). Quant à la répartition des fusions-absorptions selon l'initiative de l'opération, elle est relativement équilibrée puisque que les sociétés absorbantes sont à l'initiative de l'opération dans 48% des cas contre 52% pour les sociétés cibles.

Tableau n°3.10 : Répartition des sociétés absorbantes selon la nature et l'initiative de l'opération

		Type d'opération		Total
		Restructuration	Prise de contrôle	
Absorbante	Initiatrice	42 (39%)	10 (9%)	52 (48%)
	Cible	38 (36%)	17 (16%)	55 (52%)
Total		80 (75%)	27 (25%)	107 (100%)

1.2.4. Caractéristiques financières des sociétés absorbantes de l'échantillon

Pour mettre en évidence les caractéristiques des sociétés absorbantes de notre échantillon, nous procédons à la description de leurs principaux éléments financiers avant la fusion (t-1). Le tableau n°3.11 présente les statistiques descriptives de ces différents éléments pour les 107 sociétés absorbantes composant l'échantillon.

Tableau n°3.11 : Statistiques descriptives des principaux éléments financiers des sociétés absorbantes - (En milliers d'Euros)

	Moyenne	Ecart-type	Centiles		
			25	50	75
Actif immobilisé	690 035	1 676 753	16 501	84 518	464 911
Actif circulant	309 932	899 561	9 637	39 698	155 623
Fonds propres	561 333	1 406 065	18 666	66 501	425 011
Provisions pour risques et charges	27 391	81 521	111	805	11 218
Dettes	411 243	1 176 889	10 783	50 954	252 287
Total Actif	999 967	2494 316	39 879	134 474	688 709
Chiffre d'affaires	202 468	775 861	1 723	13 142	93 092
Résultat courant avant impôts	55 526	202 083	100	2 849	26 633
Résultat net	59 104	218 512	123	4 591	23 244

A la lecture du tableau, il ressort qu'en moyenne l'actif immobilisé et l'actif circulant des sociétés absorbantes de notre échantillon s'élèvent respectivement à 690 035 K€ et 309 932 K€. Le total d'actif de ces sociétés atteint un montant moyen de 999 967 K€ et est composé à 69% par des éléments immobilisés. L'observation des écarts-types ainsi que des quartiles montre toutefois que ces postes sont relativement dispersés pour notre échantillon. Ces différentes moyennes semblent notamment influencées par les valeurs les plus fortes, les trois quarts de l'échantillon étant substantiellement inférieurs à ces montants moyens. De façon globale, les sociétés paraissent relativement peu endettées puisque les fonds propres (561 333 K€) excèdent en moyenne le montant du total des dettes (411 243 K€).

S'agissant des postes du compte de résultat, le chiffre d'affaires s'élève à 202 468 K€ en moyenne, il est là encore largement influencé par les chiffres d'affaires les plus grands, le montant des trois quarts des sociétés de l'échantillon n'excédant pas 93 092 K€. Quant au résultat courant avant impôts et au résultat net, ils atteignent 55 526 K€ et 59 104 K€ en moyenne, la dispersion de ces différentes postes autour de la moyenne est relativement importante.

2. L'échantillon de contrôle

Comme pour l'échantillon de sociétés absorbantes, la démarche de construction de l'échantillon de contrôle est tout d'abord présentée (§2.1). Les caractéristiques financières des sociétés composant cet échantillon sont ensuite abordées (§2.2).

2.1. Construction de l'échantillon

Afin de conforter les résultats des tests opérés sur l'échantillon de sociétés absorbantes, un échantillon de contrôle a été constitué. Chacune des sociétés absorbantes a été associée à une société de contrôle n'ayant pas pris part à une fusion. L'échantillon de contrôle est donc composé de 107 sociétés. Pour être sélectionnée, la société de contrôle devait ainsi appartenir au même secteur d'activité que la société absorbante (code NAF à 2 ou 3 chiffres) et disposer d'un total d'actif en t-1 comparable. Pour ce dernier critère, nous avons dans un premier temps retenu une fourchette de sociétés comparables comprise entre $\pm 25\%$ du total d'actif de l'absorbante. Nous avons ainsi pu constituer près de 80% de l'échantillon de contrôle (85 sociétés /107). Pour les 20% restants, il a été nécessaire d'élargir cette fourchette. Pour 14% de l'échantillon, la fourchette atteint $\pm 50\%$ (15 sociétés), pour 5% (5 sociétés), ce taux passe à 60%. Enfin, pour deux sociétés (Oxymetal et Burelle), à défaut de sociétés satisfaisant ces critères, nous en avons sélectionné deux présentant le total d'actif le plus proche des secteurs respectifs des absorbantes. Leurs fourchettes passent respectivement à $\pm 70\%$ et 106%. L'annexe n° 8 présente l'échantillon test et de contrôle par année de fusion-absorption.

2.2. Caractéristiques financières des sociétés de l'échantillon

Le tableau n°3.12 fournit les statistiques descriptives des principaux éléments financiers des sociétés de contrôle.

Tableau n°3.12 : Statistiques descriptives des principaux éléments financiers des sociétés de contrôle - (En milliers d'Euros)

	Moyenne	Ecart-type	Centiles		
			25	50	75
Actif immobilisé	629 764	1 604 992	6 999	41 547	345 839
Actif circulant	239 717	463 206	14 559	52 691	221 997
Fonds propres	425 950	1 169 165	9 857	48 071	269 381
Provisions pour risques et charges	29 856	76 475	333	2 880	23 834
Dettes	413 675	918 150	13 735	52 679	262 001
Total Actif	869 481	1 992 858	33 366	139 247	596 185
Chiffre d'affaires	469 657	1 595 059	17 653	76 058	262 450
Résultat courant avant impôts	24 480	262 837	229	3 702	20 609
Résultat net	18 111	248 781	201	2 099	16 366

Ce tableau révèle que l'actif immobilisé et l'actif circulant moyens des sociétés de contrôle s'élèvent respectivement à 629 764 K€ et 239 717 K€. Le total d'actif des sociétés de contrôle atteint un montant moyen de 869 481 K€ et est composé à 72% par des éléments immobilisés. Ce pourcentage est comparable à celui obtenu pour les sociétés tests (69%). Comme pour ces dernières, l'observation des écart-types et quartiles suggère que ces différents postes sont relativement dispersés et sont influencés par les valeurs les plus fortes, les trois quarts de l'échantillon étant là aussi substantiellement inférieurs à ces montants moyens. Ces sociétés paraissent également relativement peu endettées, leurs fonds propres (425 950 K€) excèdent en moyenne le montant du total des dettes (413 675 K€).

S'agissant du chiffre d'affaires moyen des sociétés de contrôle, celui-ci atteint 469 657 K€. Ce montant, même s'il est largement influencé par les chiffres d'affaires des sociétés les plus importantes, est supérieur à celui observé pour l'échantillon test. S'agissant des résultats courant avant impôts et net, ils atteignent en moyenne 24 480 K€ et 18 111 K€. Malgré des moyennes inférieures à celles constatées pour l'échantillon test, leurs résultats courant et net semblent dans l'ensemble relativement proches de ceux des sociétés absorbantes au regard des quartiles de chacun des échantillons.

Conclusion de la section 3

Cette section avait pour objectif de décrire la démarche méthodologique adoptée pour la constitution des échantillons de sociétés test et de contrôle ainsi que la présentation de leurs principales caractéristiques sur le plan sectoriel, contextuel (pour les sociétés absorbantes) et financier.

Les points essentiels de cette section sont que l'échantillon test est composé de 107 sociétés absorbantes qui ont participé à une fusion-absorption entre la période de 1997 et 2006 et dont l'une au moins des sociétés participantes était une société cotée. Cet échantillon couvre notamment près de deux tiers de la population des fusions-absorptions, ce qui contribue à la solidité des analyses. Du point de vue sectoriel, une grande partie de l'échantillon est composée de sociétés appartenant au secteur de la haute technologie, au secteur des services et de la communication ainsi que celui des machines et équipements. Du point de vue des types d'opérations, 75% des cas sont des restructurations, ce qui correspond sensiblement au pourcentage observé (80%) et rapporté dans le rapport Lepetit (1996) pour les opérations intervenues antérieurement sur la période de 1992 à 1995. Notre échantillon est composé de sociétés absorbantes initiatrices et cibles dans des proportions relativement équivalentes. S'agissant des sociétés de l'échantillon de contrôle, elles sont au nombre de 107, elles appartiennent au même secteur d'activité que les sociétés tests et disposent d'une taille comparable. Leurs caractéristiques financières sont enfin similaires à celles des sociétés tests.

CONCLUSION DU CHAPITRE 3

La mission générale assignée à ce chapitre consistait en la description de la démarche méthodologique adoptée pour tester les hypothèses de recherche quant à l'existence de choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes ainsi qu'aux déterminants de ces choix.

Dans cet objectif, une première partie a été consacrée à la présentation de l'étude du mode de fixation de la parité. Elle expose la méthodologie déployée pour observer l'application des différentes méthodes d'évaluation aux sociétés absorbantes, laquelle doit nous permettre d'améliorer notre compréhension des pratiques des dirigeants en matière d'approche multicritères ainsi qu'à mettre en lumière la place centrale de l'information comptable dans la fixation de la parité. Une seconde partie nous a permis de présenter la méthodologie nécessaire au test a proprement parlé des hypothèses. Ainsi après avoir défini la notion de VCR et fourni une revue critique des modèles utilisés pour les estimer, cette seconde section nous a permis de justifier les choix méthodologiques effectués pour estimer et identifier les VCR discrétionnaires dans le présent travail. Elle définit en outre l'opérationnalisation des variables explicatives des VCR discrétionnaires et spécifie les modèles empiriques testés pour répondre à notre question de recherche. Enfin, une troisième et dernière partie a été consacrée à l'exposé des procédures adoptées pour constituer les échantillons de sociétés absorbantes et de contrôle ainsi qu'à une description des principales caractéristiques de ces échantillons. Le tableau n°3.13 reprend les différentes phases de notre démarche méthodologique.

Tableau n° 3.13 : Synthèse de la démarche méthodologique

Objectifs	Outils
<u>Phase 1 : observation de la parité</u>	
- Identification des critères de parité utilisés	Analyses de fréquences
- Combinaison des critères - Evolution des pratiques - Existence de pratiques sectorielles	Analyses factorielles des correspondances
- Le caractère déterminant des critères de parité	Analyses de fréquences + Analyses de corrélation et de régression simple
<u>Phase 2 : détection des choix comptables des dirigeants</u>	
- Evolution anormale des VCR	Comparaisons de moyennes
- Estimation des VCRD	Modèle de Jones Modifié (par secteur d'activité sur une période de référence de 4 ans)
<u>Phase 3 : identification des déterminants de ces choix</u>	
- identification des facteurs explicatifs des VCRD	Modèles de régression multiple (MCO)

CHAPITRE 4 – LES RESULTATS DE LA RECHERCHE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 4

La première partie de ce travail doctoral suggère que les opérations de fusion-absorption pourraient constituer un contexte propice à l'adoption d'une politique comptable de la part des dirigeants des sociétés absorbantes. Cette politique comptable pourrait s'exercer tant par la mise en œuvre de l'approche multicritères que par le biais d'une gestion des résultats. En effet, la fixation de la parité d'échange reposant sur la confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes, les dirigeants qui ont la charge de sélectionner les critères d'évaluation des sociétés absorbantes, de les mettre en œuvre et de les combiner, disposent à ce titre d'un espace de discrétion relativement important. Plusieurs facteurs seraient en outre susceptibles d'expliquer ce comportement. Il s'agirait notamment de déterminants contextuels avec la taille relative de l'opération, l'existence d'effets dilutifs attendus, la nature et l'initiative de l'opération ainsi que le choix des critères mais aussi de déterminants politico-contractuels tels que le contrôle des actionnaires, des administrateurs et des auditeurs externes, l'intéressement des dirigeants, les résultats attendus, l'endettement ainsi que la taille de l'entité.

L'objectif de ce chapitre consiste à présenter les résultats de l'étude de la parité puis ceux relatifs aux tests des hypothèses. Les premiers résultats contribuent à approfondir notre connaissance du mode de détermination de la parité, tout en apportant un regard critique sur les pratiques observées par rapport aux préconisations des autorités financières (section 1). Les seconds permettent de détecter l'existence d'une gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération puis d'en identifier les déterminants (section 2).

SECTION 1 : ETUDE DE LA PARITE

L'exposé des résultats de l'étude du mode de fixation de la parité est opéré en trois temps. Tout d'abord, nous présentons les résultats relatifs à l'analyse descriptive des choix des dirigeants en matière de sélection des critères d'évaluation des sociétés absorbantes (§1). Nous exposons ensuite ceux relatifs aux deux analyses factorielles des correspondances, qui doivent permettre d'identifier une éventuelle évolution des pratiques des dirigeants sur la période d'étude et/ou l'existence de pratiques sectorielles (§2). Nous nous consacrons enfin aux résultats des statistiques descriptives et explicatives de la parité afin d'apprécier le caractère déterminant des critères d'évaluation mobilisés (§3).

1. Etude du choix des critères de parité utilisés

La fixation de la parité d'échange dans les fusions-absorptions repose sur une approche multicritères consistant à confronter les valeurs relatives des sociétés participantes. Ces valeurs relatives sont normalement déterminées au regard de plusieurs critères d'évaluation, parmi lesquels figurent l'ANC, l'ANR, les résultats, le cours de bourse, les DCF et les méthodes des multiples. Nous présentons les résultats de l'étude des pratiques des dirigeants en matière de sélection des critères de parité qui vont permettre de justifier la parité d'échange finalement retenue.

Afin d'étudier ces pratiques, une matrice recensant les critères de parité mentionnés dans les traités de fusion a été constituée. Des analyses verticale (par critère) et horizontale (par opération) de cette matrice ont alors été opérées. Les traités de fusion n'ayant pas fait état des critères utilisés pour deux opérations, ces analyses ne portent que sur 105 opérations. Elles ont pour objectif de fournir des éléments d'appréciation de la fréquence d'utilisation des critères pour évaluer la société absorbante ainsi que leur nombre par opération. Nous exposons successivement leurs résultats respectifs.

1.1. Analyse verticale des critères de parité utilisés

L'analyse verticale de la matrice d'utilisation/absence des critères d'évaluation de l'absorbante révèle l'usage prédominant du cours de bourse et de l'ANR dans respectivement 61 % et 37 % des fusions-absorptions. La référence aux bénéfices (d'exploitation, courant ou net) est également fréquente dans la mesure où ils apparaissent dans plus de 30% des opérations. Les DCF, les dividendes ainsi que certains soldes

intermédiaires de gestion (le chiffre d'affaires, l'EBE et la MBA) sont aussi mentionnés mais plus marginalement, respectivement dans 20%, 12 % et 14% des fusions-absorptions étudiées. Le tableau n°4.1 détaille les fréquences pour chacune des méthodes relevées.

Tableau n°4.1 : Méthodes d'évaluation des sociétés absorbantes

Méthodes	Fréquence d'utilisation %
<i>N</i>	<i>105</i>
Cours de bourse	60,95
Actif net réévalué (ANR)	37,14
Résultats (exploitation/courant/net)	30,48
Actualisation des flux de trésorerie (DCF)	20,00
Dividendes	12,38
Nombre d'actions détenues	10,48
Actif net comptable (ANC)	8,57
Multiples de sociétés comparables	8,57
Transactions antérieures	8,57
Chiffre d'affaires	6,67
Marge Brute d'Autofinancement (MBA)	6,67
Excédent Brut d'exploitation (EBE)	0,95
Valeur nominale de l'action	0,95

Ces premiers résultats confortent ceux obtenus par Erhel (1980) et Trébucq (2000) pour des opérations de fusion-absorption antérieures. En effet, portant respectivement sur des échantillons de 42 opérations entre 1970 et 1977 et de 115 fusions-absorptions entre 1992 et 1996, leurs études montrent également le caractère prédominant de l'ANR, du cours de bourse et des résultats (tableau n°4.2).

Tableau n°4.2 : Pourcentage d'utilisation des critères de parité dans les fusions-absorptions françaises – Comparaison sur 3 périodes d'étude

Périodes d'étude	ANR	Cours	Résultats	Flux de trésorerie	Dividendes
Erhel (1970 -1977)	93%	81%	53%	42%	32%
Trébucq (1992 -1996)	73%	60%	71%	47%	45%
Boutant (1997 – 2006)	37%	61%	30%	20%	12%

Pour autant, toute comparaison avec leurs résultats est à nuancer dans la mesure où notre travail ne traite que des méthodes mises en œuvre pour évaluer l'absorbante. Dans la mesure où la COB/AMF autorise l'application de critères différents aux sociétés participantes lorsqu'une divergence d'activité existe entre leurs sociétés ou lorsque le caractère équitable de l'opération est en jeu, le point de vue adopté est d'autant plus important qu'il influence de manière substantielle les résultats. Pour preuve, dans 42% des fusions-absorptions de notre échantillon (soit 44 opérations sur les 105 observées), les critères mobilisés pour apprécier la valeur de la société absorbante diffèrent de ceux employés pour la société absorbée. Nos deux prédécesseurs étant restés silencieux sur ce point, la comparaison doit être appréhendée avec prudence.

Afin d'affiner ces résultats, nous avons recalculé ces fréquences en scindant notre échantillon en quatre sous-échantillons selon l'initiative (l'absorbante est à l'initiative de l'opération ou en est la cible) et la nature de l'opération (l'opération est une prise de contrôle ou une restructuration). Cette nouvelle analyse (tableau n°4.3) confirme l'usage prédominant du cours de bourse dans chacun des 4 sous-échantillons (près de 60% des opérations de chaque échantillon). L'ANR est également largement employé par les sociétés à l'initiatrice de l'opération (dans approximativement 44% des cas) ainsi que celles cibles de restructuration (dans 36% des cas). En revanche, son utilisation est moins fréquente chez les sociétés cibles de prises de contrôle (seulement 10% des cas). Concernant le résultat, il s'agit du critère le plus fréquemment mentionné dans près de 60% des sociétés à l'initiative d'une restructuration. Il sert en outre de référence dans approximativement 20% des prises de contrôle. Quant au critère des DCF, il est employé essentiellement pour les sociétés initiatrices, notamment lors de prises de contrôle (dans 37% de ces opérations). Cette analyse fait par ailleurs apparaître un recours à l'ANC principalement pour les sociétés à l'initiative de restructurations (dans près de 19% de ces opérations). De même pour le chiffre d'affaires qui représente le second critère le plus souvent mentionné pour évaluer les cibles de prises de contrôle (dans 30% des cas).

Tableau n°4.3 : Méthodes d'évaluation des sociétés absorbantes
Par nature et initiative d'opération

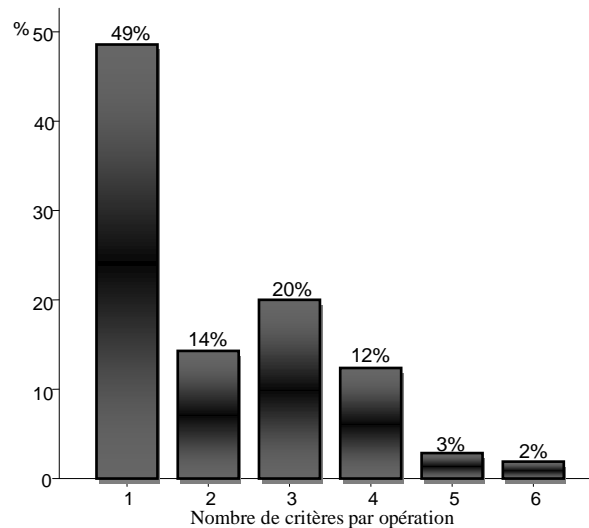
Méthodes	Fréquence d'utilisation %				
	Restructuration		Prise de contrôle		
	Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice	
	<i>N</i>	<i>42</i>	<i>37</i>	<i>10</i>	<i>16</i>
Cours de bourse	61,90	56,76	60,00	68,75	
Actif net réévalué (ANR)	35,71	43,24	10,00	43,75	
Résultats (exploitation/courant/net)	11,90	59,46	20,00	18,75	
Actualisation des flux de trésorerie	4,76	29,73	20,00	37,50	
Dividendes	4,76	24,32	0	12,50	
Nombre d'actions détenues	16,67	5,41	20,00	0	
Actif net comptable (ANC)	2,38	18,92	10,00	0	
Multiples de sociétés comparables	4,76	16,22	0	6,25	
Transactions antérieures	9,52	8,11	10,00	6,25	
Chiffre d'affaires	4,76	2,70	30,00	6,25	
MBA	2,38	8,11	0	18,75	
EBE	0	0	10,00	0	
Valeur nominale de l'action	0	2,70	0	0	

1.2. Analyse horizontale des critères de parité utilisés

Les résultats de l'analyse horizontale montrent que le nombre de critères mentionnés pour chaque opération s'établit en moyenne à 2,12 (mode = 1) et varie sur une fourchette de 1 à 6. Les pratiques semblent néanmoins relativement homogènes (écart-type = 1,32) au regard du nombre restreint de critères relevés. Ainsi, il apparaît que pour 95% des opérations 4

critères au maximum servent à comparer les sociétés et surtout pour 49% des cas (51 opérations), 1 seul critère est utilisé. La figure n°4.1 présente la distribution du nombre de critères par opération.

Figure n°4.1 : Nombre de critères par opération



Ce dernier résultat est pour le moins surprenant car en contradiction avec l'approche multicritères préconisée par la COB/AMF pour garantir une parité équitable. Ainsi pour 21% des opérations où un seul critère est utilisé, l'une des sociétés est évaluée par transparence avec la société adverse, l'intégralité de l'actif de la première étant constituée d'une participation dans la seconde. La parité est alors déterminée uniquement au regard du nombre d'actions détenues par l'une des sociétés dans l'autre. Par ailleurs, dans respectivement 53% et 18% des absorptions, ce sont le cours de bourse et l'ANR qui sont les seuls critères mentionnés pour fixer la parité. Si dans plus de la moitié des cas, une référence unique au cours de bourse va à l'encontre des préconisations de la COB/AMF, elle renvoie aussi implicitement à l'hypothèse d'efficience des marchés (Fama, 1965, 1970). En effet, le cours étant censé refléter la meilleure estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise, le recours à d'autres critères n'apparaît pas dans cette logique comme une décision pertinente.

Toutefois, une telle pratique peut être préjudiciable aux actionnaires de la société absorbante cible, en particulier lorsqu'il s'agit d'une restructuration où les titres de la société sont généralement moins liquides. En réitérant l'analyse pour chacun des 4 sous-échantillons précédents, il apparaît que cette pratique concerne tous les types d'opération (mode = 1) mais dans une moindre mesure celles dont la société absorbante est à l'initiative d'une restructuration (Mode = 3). En outre, sur les 51 opérations où un seul critère est mis en œuvre, 75% d'entre elles correspondent à des restructurations (38

fusions), dont 55% sont des sociétés cibles (28 fusions). Une majorité de ces sociétés cibles n'utilise que le cours de bourse.

Tableau n°4.4 : Nombre de critères utilisés
Par nature et initiative d'opération

	N	Restructuration		Prise de contrôle		Total
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice	
		42	37	10	16	105
Moyenne		1,60	2,76	1,90	2,19	2,12
Mode		1	3	1	1	1

Si le tableau n°4.4 révèle que les sociétés initiatrices mobilisent plus de critères (moyenne supérieure à 2) que les sociétés cibles (en moyenne 1), force est de constater que l'approche multicritères n'est toujours pas aujourd'hui adoptée de manière systématique quelles que soient la nature et l'initiative de l'opération. Nous rejoignons Thauvron (1998), qui faisait déjà ce constat pour les offres publiques intervenues entre 1993 et 1996, le nombre moyen de critères utilisés pour ces opérations variant aussi entre 2 et 3 selon le type d'offre. Sur ce point, le problème se pose alors de savoir si la confrontation d'un nombre restreint de critères permet réellement aux actionnaires d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange qui leur est proposé. La situation est encore pire lorsqu'aucune fourchette de valeur n'est déterminée pour l'absorbante comme c'est le cas dans près de la moitié des opérations. La méthode d'évaluation choisie peut permettre aux dirigeants de justifier la valeur souhaitée pour leurs sociétés tout en écartant celles fournissant des parités contraires à leurs objectifs. Dans ces conditions, le mode de détermination de la parité peut être sujet à caution. Pour peu que l'information fournie sur le mode de calcul du (des) critère(s) soit également peu détaillée, la parité retenue devient en sus difficilement contestable. Cette situation amène légitimement à s'interroger sur le concept même d'approche multicritères. Si la COB/AMF préconise d'examiner la parité au regard de plusieurs méthodes (méthodes d'évaluation analogique et intrinsèque puis références d'évaluation (ANR, cours, etc.)), elle ne considère pas pour autant comme contradictoire le fait de n'utiliser à titre exceptionnel qu'un seul critère. Pourtant vu l'ampleur de l'exception (près de 50% des cas), on peut s'interroger sur les véritables garanties d'une telle approche pour les actionnaires minoritaires. Dans l'état actuel des choses, la COB/AMF, par son manque délibéré ou non de précisions, offre donc aux dirigeants une opportunité supplémentaire d'opérer d'éventuels transferts de richesses.

Afin de savoir si les critères comptables constituent des références incontournables dans les fusions-absorptions, un regroupement des méthodes comptables (ANR, Résultats, ANC, CA, MBA et EBE) a été opéré. Il ressort que dans 58% des opérations de

l'échantillon au moins un critère comptable est directement utilisé. Ce pourcentage est beaucoup plus important pour les sociétés initiatrices par rapport aux sociétés cibles, il passe à près de 84 % chez les sociétés initiatrices de restructurations et à 56 % dans les prises de contrôle. Le recours fréquent aux critères comptables dans la fixation de la parité pour les sociétés absorbantes de notre échantillon semble donc conforme aux études antérieures (Erhel, 1980 ; Trébucq, 2000 ; Djama et Boutant, 2006).

Tableau n°4.5 : Nombre d'opérations où au moins un critère comptable est utilisé
Par nature et initiative d'opération

	N	Restructuration		Prise de contrôle		Total
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice	
Nombre		42	37	10	16	105
Moyenne (%)		17	31	4	9	61
		40,48	83,78	40,00	56,25	58,09

Au final, ces analyses montrent que la référence aux critères comptables est relativement fréquente, en particulier lorsque la société absorbante est à l'initiative de l'opération. Elles confortent nos précédents résultats qui suggèrent une différence de pratiques selon l'initiative de l'opération tant en termes de sélection des critères que leur nombre par opération. Si cette différence peut éventuellement s'expliquer par la volonté des dirigeants de garantir les intérêts des actionnaires selon qu'ils sont ou non la cible de l'opération, elle pousse néanmoins à s'interroger sur l'éventualité d'un comportement manipulateur de leur part. Par ailleurs, si ces premiers éléments ne peuvent permettre à eux seuls de conclure à l'existence d'un tel comportement, force est de constater que l'information comptable joue, au regard de l'utilisation récurrente des critères du cours de bourse, de l'ANR et des résultats, un rôle central dans la fixation de la parité de notre échantillon. Cette information étant au cœur du processus de détermination de la parité, elle peut, conformément à la théorie politico-contractuelle, inciter les dirigeants des sociétés absorbantes à adopter une gestion des résultats modifiant la mise en œuvre pratique de ces critères et donc *in fine* la valeur relative de leur entreprise avant l'opération.

Ces premières analyses, même si elles nous renseignent sur la sélection des critères d'évaluation des sociétés absorbantes, ne fournissent qu'une vision restrictive des pratiques des dirigeants en matière de détermination de la parité. Afin d'apporter des éléments de compréhension supplémentaires, nous présentons en suivant les résultats des deux analyses factorielles des correspondances.

2. Etudes complémentaires du choix des critères de parité utilisés

Deux analyses factorielles des correspondances ont été opérées. Elles doivent nous permettre d'observer l'utilisation conjointe des critères, d'en apprécier l'évolution puis d'identifier d'éventuelles pratiques sectorielles. Les résultats de ces deux études sont successivement exposés. Nous présentons d'abord les résultats relatifs à l'examen de l'évolution des pratiques d'évaluation des sociétés absorbantes au cours de la période de 1997 à 2006 (§2.1). Nous rapportons ensuite ceux relatifs à l'examen des pratiques au sein des différents secteurs d'activité des sociétés composant notre échantillon (§2.2).

2.1. Evolution annuelle des pratiques d'évaluation des sociétés absorbantes

2.1.1. Analyse préalable des données

Pour étudier les fréquences d'utilisation des critères d'évaluation des sociétés absorbantes dans le temps, nous utilisons les variables METHODE et ANNEE que nous croisons dans un tableau de contingence. La variable METHODE comporte initialement 13 modalités, soit les 13 critères d'évaluation que nous avons recensés pour les sociétés absorbantes lors de la collecte des données. La variable ANNEE se compose de 10 modalités, les 10 années d'étude entre 1997 et 2006. L'échantillon se compose initialement de 223 observations⁷⁷. Celles-ci sont ventilées selon le nom de la méthode d'évaluation de l'absorbante et selon l'année de fusion. Le tableau n°4.6 présente cette ventilation.

Ce tableau croise 10 modalités ANNEE et 13 modalités METHODE, soit un total de 130 cases. Avant de procéder à l'analyse factorielle des correspondances, un examen préalable des données est nécessaire pour garantir la validité des résultats de l'analyse. Il convient notamment d'examiner la répartition des modalités en ligne et en colonne afin d'identifier d'éventuelles valeurs extrêmes susceptibles de perturber les directions des premiers axes factoriels. Lorsque certaines modalités sont rares, celles-ci peuvent soit faire l'objet d'un regroupement avec une modalité présentant un profil similaire⁷⁸, soit être exclues de

⁷⁷ A l'instar de Fabre-Azema (2003) puis Bellier-Delienne et Bour (2007), les méthodes d'évaluation mentionnées pour chaque opération sont considérées comme des individus statistiques de la population. Ainsi, pour chaque opération, les méthodes d'évaluation ont été comptabilisées et constituent autant d'individus statistiques. Ainsi, pour la fusion-absorption de Sanofi par Sanofi-Aventis en 2004, la parité de fusion a été déterminée à partir du résultat, des dividendes et du cours de Sanofi-Aventis. Cette opération a donc conduit à la création de 3 individus statistiques. L'échantillon initial pour cette étude se compose de 223 observations, soit 223 méthodes d'évaluation pour 105 fusions.

⁷⁸ La propriété d'équivalence distributionnelle du tableau de contingence autorise à agréger deux modalités d'une même variable ayant des profils similaires en une seule modalité.

l'analyse pour la détermination des axes factorielles. Les profils lignes et colonnes issus du tableau de contingence initial figurent à l'annexe n°9.

Tableau n° 4.6 : Tableau de contingence des variables METHODE et ANNEE

ANNEE	METHODE													
	CA	EBE	RES	MBA	ANC	ANR	DIV	VNA	Cours	DCF	MUL	OPAN T	NBA D	Marge active
1997	0	0	6	4	1	4	1	0	9	0	1	0	1	27
1998	2	0	6	2	2	6	3	0	12	3	1	2	2	41
1999	0	0	3	0	2	5	0	0	3	2	1	2	0	18
2000	2	1	6	1	1	6	2	0	9	4	1	0	1	34
2001	0	0	1	0	2	5	1	0	8	0	0	1	2	20
2002	0	0	2	0	1	3	2	1	6	0	0	1	0	16
2003	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	4
2004	0	0	4	0	0	5	3	0	9	3	2	0	3	29
2005	3	0	2	0	0	1	0	0	2	3	0	1	0	12
2006	0	0	1	0	0	4	1	0	5	5	2	2	2	22
Marge active	7	1	32	7	9	39	13	1	64	21	9	9	11	223

CA : chiffre d'affaire ; EBE : excédent brut d'exploitation ; RES : résultats ; MBA : marge brute d'autofinancement ; ANC : actif net comptable ; ANR : actif net réévalué ; DIV : dividendes ; VNA : valeur nominal de l'action ; Cours : cours ; DCF : flux de trésorerie futurs actualisés ; MUL : multiples ; OPANT : opérations antérieures ; NBAD : nombre d'actions détenues

Concernant la variable METHODE, les modalités CA, EBE, MBA, ANC, VNA, MUL, OPANT et NBAD apparaissent comme peu fréquentes dans le tableau des profils lignes, elles représentent moins de 5% des critères ou méthodes mises en œuvre sur l'ensemble de la période. Par ailleurs, elles disposent de profils atypiques empêchant tout regroupement avec l'une des autres modalités de la variable. Ces modalités ne sont donc pas considérées pour la détermination des axes factoriels à l'exception de l'ANC. En effet, des travaux antérieurs, ceux d'Erhel (1980) pour la fin des années 1970 puis ceux de Thauvron (2000a) et Trébucq (2000) pour les années 1990, ont montré son importance dans la fixation du prix des opérations de fusion-acquisition. Le tableau de contingence à l'issue de ce premier retraitement comprend 10 modalités ANNEE et 6 modalités METHODE, soit 60 cases représentant 80% des observations initiales (178 observations restantes / 223 observations initiales).

Concernant la variable ANNEE, certaines modalités présentent également des fréquences d'apparition faibles (seulement 1,8% et 5,4% des critères ont été mises en œuvre en 2003 et 2005). Nous avons cette fois-ci procédé au regroupement des modalités deux à deux, les profils des années 1997-1998, 1999-2000, 2001-2002, 2003-2004 puis 2005-2006 étant relativement similaires. Le tableau de contingence finalement utilisé est fourni ci-après.

Tableau n°4.7 : Tableau de contingence après retraitements des variables
METHODE et ANNEE

ANNEE	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Marge active
1997-1998	12	3	10	4	21	3	53
1999-2000	9	3	11	2	12	6	43
2001-2002	3	3	8	3	14	0	31
2003-2004	5	0	5	3	10	4	27
2005-2006	3	0	5	1	7	8	24
Marge active	32	9	39	13	64	21	178

Pour la détermination des axes factoriels, 5 modalités ANNEE et 6 modalités METHODE sont utilisées, soit 30 cases représentant 80% des observations initiales (178 observations / 223). Les nouveaux profils lignes et colonnes des variables ANNEE et METHODE sont fournis dans les tableaux n°4.8 et n°4.10.

Tableau n°4.8 : Tableau des profils lignes ANNEE après retraitements

ANNEE	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Marge active
1997-1998	0,226	0,057	0,189	0,075	0,396	0,057	1,000
1999-2000	0,209	0,070	0,256	0,047	0,279	0,140	1,000
2001-2002	0,097	0,097	0,258	0,097	0,452	0,000	1,000
2003-2004	0,185	0,000	0,185	0,111	0,370	0,148	1,000
2005-2006	0,125	0,000	0,208	0,042	0,292	0,333	1,000
Poids	0,180	0,051	0,219	0,073	0,360	0,118	

Le profil méthodologique moyen des années est dominé par 3 méthodes qui sont respectivement le cours de bourse, l'ANR puis le résultat. Ils représentent respectivement en moyenne 36%, 22% et 18% des 178 méthodes étudiées. La méthode des DCF représente quant à elle près de 12%, elle semble être de plus en plus employée en fin de période. Enfin, les critères des dividendes et de l'ANC sont moins fréquemment adoptés, dans 7% et 5% des observations. L'ANC n'a pas été utilisé au cours des 4 dernières années.

Les méthodes comptables (Résultats, ANC et ANR) occupent une place relativement importante puisqu'elles représentent 45% des observations de la période de référence (cf. tableau n°4.9).

Tableau n°4.9 : Répartition des méthodes comptables sur la période de référence

ANNEE	METHODES			Total des méthodes comptables
	RES	ANC	ANR	
1997-1998	0,226	0,057	0,189	0,472
1999-2000	0,209	0,070	0,256	0,535
2001-2002	0,097	0,097	0,258	0,452
2003-2004	0,185	0,000	0,185	0,370
2005-2006	0,125	0,000	0,208	0,333
Poids	0,180	0,051	0,219	0,450

Cette prépondérance des méthodes comptables diminue toutefois au fur et à mesure de la période d'étude. Avant 2000, elles représentent près de la moitié des méthodes mises en œuvre pour déterminer la parité alors qu'à compter de 2003 elles n'en représentent plus que 35% environ.

Tableau n°4.10 : Tableau des profils colonnes METHODE après retraitements

ANNEE	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Poids
1997-1998	0,375	0,333	0,256	0,308	0,328	0,143	0,298
1999-2000	0,281	0,333	0,282	0,154	0,188	0,286	0,242
2001-2002	0,094	0,333	0,205	0,231	0,219	0,000	0,174
2003-2004	0,156	0,000	0,128	0,231	0,156	0,190	0,152
2005-2006	0,094	0,000	0,128	0,077	0,109	0,381	0,135
Marge	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	

Le profil annuel moyen des méthodes d'évaluation est caractérisé par un poids décroissant des années. Les couples d'années 1997-1998 et 1999-2000 totalisent près de 30% pour le premier et 24% pour le second, alors que les couples plus récents 2001-2002, 2003-2004 puis 2005-2006 représentent respectivement 17%, 15% et 13% des 178 méthodes d'évaluation.

Le nombre de méthodes utilisées sur l'ensemble de la période étant relativement stable (en moyenne autour de 2 méthodes par opération chaque année), cette diminution progressive du poids des années a en partie pour origine la structure de notre échantillon comprenant un nombre plus important d'opérations jusqu'en 2000. En effet, le début de notre période de référence, se situe à la fin de la vague d'opérations de fusion-acquisition des années 1990. Un nombre important d'opérations s'est déroulée sur cette période (55% des fusions-absorptions réalisées sur la période de 1997 à 2006 ont eu lieu entre 1997 et 2000) en raison d'un contexte de croissance économique forte et d'une envolée sans précédent des cours boursiers (notamment des valeurs Internet). Comme l'expliquent [Shleifer et Vishny \(2003\)](#), de nombreuses entreprises surévaluées ont pu chercher à acquérir des sociétés

sous-évaluées, leur permettant ainsi de conforter leur propre valeur à un moindre coût. L'éclatement de la bulle en 2000 s'est accompagné à partir de 2001 d'un ralentissement du nombre de fusions-absorptions, et ce jusqu'à fin 2003. En 2004, l'environnement financier a été propice à une légère reprise des opérations, sans pour autant atteindre un nombre aussi conséquent que la phase précédente. Bellier-Delienne et Bour (2007) l'expliquent par le fait que certaines entreprises disposaient alors de liquidités importantes obtenues par la vente d'actifs non stratégiques, des taux d'intérêts bas et des valorisations boursières de nouveaux attrayantes. Le nombre d'opérations semble depuis s'être stabilisé.

2.1.2. Résultats de l'analyse factorielle des correspondances

Nous procédons désormais à l'analyse factorielle des correspondances à partir du logiciel SPSS. Ainsi, pour apprécier l'éventuelle liaison entre les deux variables ANNEE et METHODE, un test du Chi-deux est effectué. Or pour que le test asymptotique⁷⁹ du Chi-deux soit valide, un seuil d'effectif théorique pour chaque case doit être respecté. La littérature n'est pas unanime quant au seuil à retenir, beaucoup le considérant comme arbitraire. Il semble néanmoins que la majorité des recherches retiennent celui fourni par Cochran (1952) selon lequel chaque case k_{ij} du tableau de contingence doit présenter un effectif théorique⁸⁰ non nul (≥ 1) avec au moins 80% d'entre elles supérieures ou égales à 5. A défaut, il peut exister un risque de surestimation de la valeur du test.

Nous ne parvenons pas à remplir ces exigences puisque toutes nos cases ont un effectif théorique supérieur à 1 mais seules 50% d'entre elles ont un effectif théorique supérieur à 5. Il en résulte un risque de surestimation de la valeur du test nous empêchant de garantir la validité des résultats. Par conséquent, nous procédons également à un test exact du Chi-deux.

Les résultats suggèrent que de façon globale les variables ANNEE et METHODE ne sont pas significativement liées. En effet, ni le test asymptotique du Chi-deux ($\chi^2 = 26,239$, ddl = 20, Asymp. Sign. = 0,158) ni le test exact (Sign. = 0,156) ne sont significatifs. Nous poursuivons toutefois l'étude car il arrive que des données possèdent une structure de dépendance détectée par l'analyse factorielle des correspondances mais non par le test global du Chi-deux (Tenenhaus, 2007, p.205).

⁷⁹ Il s'agit de l'approximation usuelle de la distribution du Chi-deux

⁸⁰ L'effectif théorique est obtenu par le produit suivant : $\hat{k}_{ij} = \frac{k_{i.}}{K} * \frac{k_{.j}}{K}$

Tableau n°4.11 : Pourcentage d’inertie expliquée par les axes factoriels

Dimension	Inertie	Proportion d’inertie	
		Expliquée	Cumulée
1	0,109	0,742	0,742
2	0,019	0,131	0,873
3	0,017	0,113	0,987
4	0,002	0,013	1,000
Total	0,147	1,000	1,000

Le pourcentage d’inertie expliquée (tableau n°4.11) est un indicateur de la qualité de la description du nuage de points pour un axe factoriel donné. Il correspond au pourcentage de dispersion du nuage des points sur cet axe. Ce pourcentage est relativement important pour le premier axe factoriel qui explique 74,2% de la dispersion du nuage de points. Pour le second axe, le pourcentage est beaucoup moins élevé, il n’atteint que 13,1%. Nous considérons toutefois ce second axe dans la mesure où cumulé au premier il permet d’expliquer 87,3% de l’inertie totale.

Le tableau n°4.12 présente les caractéristiques des points méthodes dans l’espace des années et des points années dans l’espace des méthodes. En outre, il indique pour chaque point son poids relatif dans le nuage, ses coordonnées sur les différents axes factoriels ainsi que sa distance par rapport au point moyen (inertie). Il fournit également la contribution du point à l’inertie des axes et la contribution des axes à l’inertie du point (aussi appelée cosinus carré).

Tableau n°4.12 : Caractéristiques des points lignes et colonnes

METHODE	Poids	Score dans la dimension		Inertie	Contribution				
		1	2		De point à inertie de dimension		De dimension à inertie de point		Total
					1	2	1	2	
RES	0,180	-0,023	0,050	0,014	0,000	0,003	0,002	0,005	0,007
ANC	0,051	-0,959	-1,085	0,024	0,141	0,428	0,645	0,348	0,993
ANR	0,219	-0,057	-0,331	0,005	0,002	0,173	0,050	0,695	0,744
DIV	0,073	-0,319	0,684	0,009	0,022	0,246	0,288	0,557	0,845
Cours	0,360	-0,237	0,230	0,011	0,061	0,137	0,590	0,234	0,824
DCF	0,118	1,472	-0,121	0,085	0,773	0,012	0,993	0,003	0,996
Total actif	1,000			0,147	1,000	1,000			
ANNEE									
1997-1998	0,298	-0,317	0,168	0,016	0,091	0,061	0,631	0,075	0,705
1999-2000	0,242	0,115	-0,509	0,012	0,010	0,451	0,088	0,723	0,811
2001-2002	0,174	-0,749	-0,111	0,041	0,296	0,016	0,784	0,007	0,791
2003-2004	0,152	0,242	0,656	0,013	0,027	0,470	0,231	0,714	0,945
2005-2006	0,135	1,190	-0,053	0,066	0,577	0,003	0,961	0,001	0,962
Total actif	1,000			0,147	1,000	1,000			

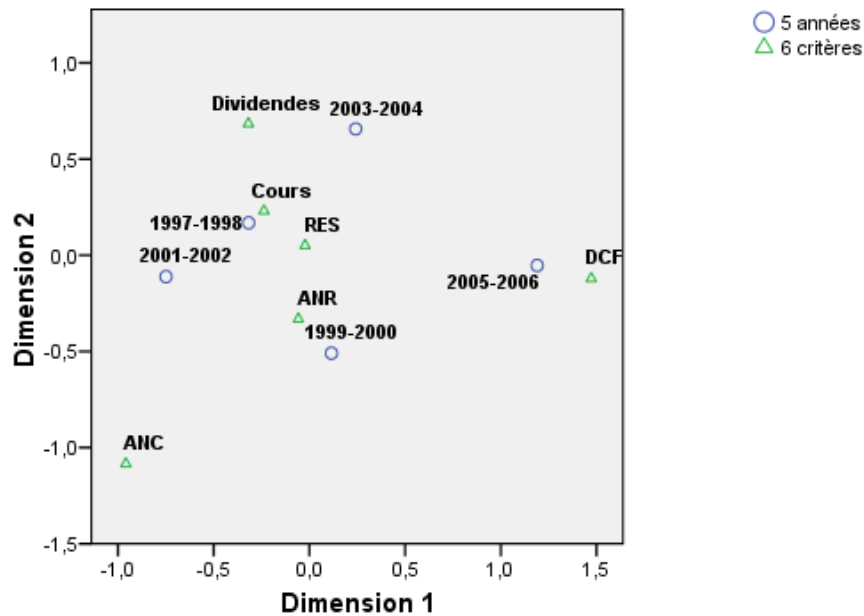
Les résultats de l'analyse des points METHODE montrent que le critère des DCF est le seul à véritablement contribuer à la formation de l'axe 1, sa contribution atteint 77% de l'inertie expliquée. L'ANC intervient en second pour expliquer l'axe mais seulement à hauteur de 14%. Il semble néanmoins que ce dernier soit relativement bien représenté sur l'axe puisque la contribution de l'axe à l'inertie du point s'élève à 64%. Les critères des DCF et du COURS sont également bien représentés. Notre commentaire repose ici uniquement sur ces 3 critères car les autres points sont insuffisamment explicatifs et expliqués par l'axe 1, leur interprétation ne serait pas justifiée. Ainsi, l'étude des coordonnées des points méthodes sur l'axe révèle une opposition entre d'un côté le critère des DCF (+1,472) et de l'autre les critères de l'ANC (-0,959) et du COURS (-0,237). En effet, si l'on revient au tableau initial des données, on s'aperçoit que cet axe oppose les critères dont l'utilisation est plus importante en début de période de référence (l'ANC et le COURS) à ceux à l'inverse plus employés en fin de période (DCF).

Concernant le second axe, les résultats révèlent que les critères de l'ANC, des dividendes et de l'ANR ont respectivement participé à la construction de l'axe à hauteur de 43 %, 25% et 17%. L'ANR et les dividendes sont relativement bien représentés (69% et 55%), alors que l'ANC l'est un peu moins (35%). L'analyse des coordonnées des points méthodes sur l'axe 2 suggère en outre une opposition entre une comparaison patrimoniale avec le recours à l'ANC (-1,085) et à l'ANR (-0,331) et une comparaison du rendement avec le critère des dividendes (+ 0,684).

L'étude des points ANNEE montre que la construction du premier axe repose en partie sur les couples d'années 2005-2006 (58%) et 2001-2002 (30%). Les points 2005-2006, 2001-2002 puis 1997-1998 sont particulièrement bien représentés sur ce premier axe puisque celui-ci explique respectivement 96%, 78% et 63% de l'inertie de ces 3 points. Les résultats font enfin apparaître une opposition entre d'un côté les années récentes 2005-2006 (1,190) où l'approche actuarielle domine et de l'autre les années 2001-2002 (-0,749) ainsi que 1997-1998 (-0,317) dominées par l'approche patrimoniale, en particulier l'ANC.

Quant au second axe, ce sont les couples d'années 1999-2000 et 2003-2004 qui ont contribué le plus à sa formation puisque le pourcentage d'explication de l'inertie de l'axe s'élève à 45% pour le premier et à 47% pour le second. Ces deux modalités sont seules à être bien représentées par ce second axe. L'interprétation de leurs coordonnées montre en outre leur opposition, avec pour 1999-2000 un score factoriel de -0,509 contre +0,656 pour 2003-2004. La projection des points lignes et colonnes est fournie dans le plan suivant (figure n°4.2).

Figure n°4.2 : Représentation des points lignes et colonnes sur le plan factoriel



Qu’il s’agisse de la modalité résultats ou du couple 1997-1998, la qualité de représentation de ces points sur les 2 axes factoriels est faible (la contribution des axes à leur inertie est faible). Il est donc impossible pour ces modalités d’obtenir des conclusions fiables quant à leur(s) éventuelle(s) liaison(s) avec d’autres modalités.

En revanche pour appuyer notre commentaire des autres modalités, nous calculons les indices d’attraction-répulsion⁸¹ pour identifier les plus fortes attractions ou répulsions. Le tableau n°4.13 suivant présente ces indices.

Tableau n°4.13 : Indices d’attraction-répulsion entre les modalités METHODE et ANNEE

ANNEE	METHODE					
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF
1997-1998	1,26	1,12	0,86	1,03	1,10	0,48
1999-2000	1,16	1,38	1,17	0,64	0,78	1,18
2001-2002	0,54	1,91	1,18	1,33	1,26	0,00
2003-2004	1,03	0,00	0,85	1,52	1,03	1,26
2005-2006	0,70	0,00	0,95	0,57	0,81	2,83

Seules les attractions-répulsions les plus significatives peuvent être commentées. Nous les identifions à partir de leurs contributions au Chi-deux (Tableau n°4.14).

⁸¹ Cet indice est le rapport entre le pourcentage de fréquence réelle et le pourcentage de fréquence théorique de chaque modalité. Lorsque ce ratio est supérieur à 1, on considère que les 2 modalités i et j s’attirent. A l’inverse, lorsque ce ratio est inférieur à 1, on considère que ces modalités se repoussent. Celui-ci s’écrit :

$$d_{ij} = \frac{\frac{k_{ij}}{K}}{f_i * f_j}$$

Tableau n°4.14 : Contributions de chaque case au Chi-deux

ANNEE	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Total
1997-1998	0,641	0,038	0,224	0,004	0,198	1,692	2,798
1999-2000	0,209	0,314	0,265	0,414	0,775	0,169	2,145
2001-2002	1,188	1,309	0,215	0,239	0,731	3,657	7,339
2003-2004	0,004	1,365	0,142	0,536	0,009	0,208	2,264
2005-2006	0,401	1,213	0,013	0,323	0,308	9,435	11,692
Total	2,443	4,240	0,858	1,517	2,020	15,162	26,239

La projection simultanée des points lignes et colonnes confirme ainsi l'attraction entre le critère des DCF et le couple d'années 2005-2006 (2,83) ainsi que la répulsion de ce même critère avec les années 1997-1998 (0,48) et 2001-2002 (0,00). La projection fait également apparaître la répulsion de l'ANC avec les 4 dernières années de la période d'étude. En effet, ce critère n'est plus utilisé pour évaluer les sociétés absorbantes depuis 2002. L'analyse des attractions montre à l'inverse un lien de ce critère avec la modalité ANNEE 2001-2002. Ces résultats suggèrent donc une évolution des pratiques quant à l'ANC et aux DCF. Depuis 2002, l'ANC n'a plus été utilisé, au profit, semble-t-il, du critère des DCF dont la référence devient significativement plus marquée à compter de 2005. Plusieurs événements peuvent expliquer cette évolution. En effet, si l'on reproche généralement à l'ANC de fournir une vision statique de la valeur de l'entreprise, l'entrée en vigueur des normes IAS/IFRS (notamment la norme IAS 36⁸²) en modifiant les méthodes comptables de valorisation des actifs a contribué au développement des techniques fondées sur les perspectives futures de l'entreprise. De même, les publications successives de la directive OPA (2004/25 du 21.04.04) puis du rapport Naulot (2005) en demandant un recours systématique aux DCF ont pu influencer les pratiques des dirigeants des fusions-absorptions.

Toutefois, cette analyse ne révèle pas pour autant l'existence d'une évolution significative de l'ensemble des pratiques au cours des 10 dernières années. En effet, les commentaires qui ont pu être apportés portent essentiellement sur des méthodes d'évaluation non prédominantes. L'observation des critères prédominants (le COURS, l'ANR et le RES) ne permet pas de conclure à l'existence de liens significatifs avec les modalités ANNEE. Le résultat est en effet mal représenté dans le plan factoriel alors que l'ANR et le COURS ne font pas l'objet d'attraction ou répulsion significative.

⁸² La norme IAS 36 relative à la dépréciation d'actifs prévoit, après un test de dépréciation, de ramener, le cas échéant, la valeur comptable de l'actif au montant de la valeur recouvrable, c'est-à-dire le maximum entre la juste valeur (valeur de marché des actifs moins les coûts de cession) et la valeur d'utilité (valeur des flux de trésorerie associés à l'actif actualisés).

2.2. Pratiques sectorielles en matière d'évaluation des sociétés absorbantes

Nous cherchons à présent à savoir si le choix des critères est conditionné par l'appartenance de la société absorbante à un secteur d'activité. Nous présentons les résultats de l'analyse factorielle des correspondances des variables SECTEUR et METHODE. Celle-ci doit nous permettre de montrer l'existence d'un lien significatif entre les critères de parité utilisés pour évaluer l'absorbante et les secteurs d'activité. Comme précédemment, nous procédons au préalable à une analyse des données.

2.2.1. Analyse préalable des données

Comme pour l'étude précédente, les modalités de la variable METHODE qui sont peu fréquentes ont été supprimées. L'échantillon de départ se compose donc de 178 observations. Le tableau de contingence initial ventile les observations selon le nom du critère (6 modalités) et selon le secteur d'activité de la société absorbante (10 modalités). Ce tableau comprend donc au départ 60 cases.

Tableau n°4.15 : Tableau de contingence des variables METHODE (RETRAITE) et SECTEUR

SECTEUR	METHODE						Marge active
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	
Energies et eau	2	1	3	1	2	1	10
Industrie Agro-alimentaire	0	0	1	0	2	0	3
Chimie, plastiques, Pharmacie	3	0	4	1	4	2	14
Métallurgie et Sidérurgie	3	2	0	1	4	0	10
Machines et Equipements	6	2	4	1	6	3	22
BTP, Manutention	1	0	2	1	2	1	7
Textile, Habillement	2	0	4	0	2	0	8
Haute technologie	3	2	3	1	18	6	33
Distribution	2	0	0	1	5	1	9
Services et communication	10	2	18	6	19	7	62
Marge active	32	9	39	13	64	21	178

Les tableaux des profils lignes et colonnes (annexe 10) issus de ce premier tableau sont examinés. Ils doivent nous permettre de contrôler l'absence de modalités extrêmes au sein de la variable SECTEUR. A défaut, il faut procéder soit au regroupement soit à la suppression d'une ou plusieurs modalités.

Le tableau des profils colonnes fournit les fréquences d'apparition moyennes des différents secteurs d'activité. Ainsi, on observe que seuls les secteurs Machines et équipements (12,4%), Haute technologie (18,5%) puis Services et communication (34,8%) apparaissent fréquemment au sein de l'échantillon d'étude. La fréquence d'apparition des secteurs

restants est relativement homogène, leur poids est faible, il est compris entre 1,7 et 7,9% de l'échantillon. Dès lors, le regroupement des modalités SECTEUR s'impose. Nous ne pouvons conserver les modalités trop faibles qui pourraient perturber la construction des premiers axes factoriels.

L'analyse des différents profils lignes permet d'identifier les profils sectoriels similaires. Ainsi, en vertu de la propriété d'équivalence distributionnelle du tableau de contingence, 3 regroupements sont opérés. Le premier associe le secteur « Energies et eau » avec le secteur « Machines et équipements ». Le second regroupe le secteur « Services et communication », le secteur « Chimie, plastiques et pharmacie » ainsi que le secteur « BTP et la manutention » Enfin, le dernier rassemble les secteurs « Distribution » et « Haute technologie ».

A l'issue de ce travail, 6 modalités sont obtenues pour la variable SECTEUR. Parmi elles, celle de l'industrie agro-alimentaire a finalement été supprimée en raison d'une fréquence d'apparition extrêmement faible (1,7%) et de l'impossibilité de l'associer à une autre modalité au regard de son profil atypique. Au final, l'analyse factorielle des correspondances est opérée sur un tableau de contingence (tableau n°4.16) croisant 6 modalités METHODE et 5 modalités SECTEUR. Ce tableau ventile 175 observations sur 30 cases, soit 78% de l'échantillon initial (223 observations).

Tableau n°4.16 : Tableau de contingence après retraitements des variables METHODE et SECTEUR

SECTEUR	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Marge active
Energies et eau + Machines et équipements	8	3	7	2	8	4	32
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	14	2	24	8	25	10	83
Métallurgie et sidérurgie	3	2	0	1	4	0	10
Textile et habillement	2	0	4	0	2	0	8
Haute technologie + Distribution	5	2	3	2	23	7	42
Marge active	32	9	38	13	62	21	175

Les nouveaux profils lignes et colonnes (tableau n°4.17 et n°4.18) sont calculés. Ils sont présentés et discutés ci- après.

Comme constaté précédemment lors de l'analyse factorielle des années, le profil méthodologique des secteurs est dominé par les 3 méthodes du cours de bourse (35%), de l'ANR (22%) et du résultat (18%).

Tableau n°4.17 : Tableau des profils lignes SECTEUR après retraitements

SECTEUR	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Marge active
Energies et eau + Machines et équipements	0,250	0,094	0,219	0,063	0,250	0,125	1,000
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	0,169	0,024	0,289	0,096	0,301	0,120	1,000
Métallurgie et sidérurgie	0,300	0,200	0,000	0,100	0,400	0,000	1,000
Textile et habillement	0,250	0,000	0,500	0,000	0,250	0,000	1,000
Haute technologie + Distribution	0,119	0,048	0,071	0,048	0,548	0,167	1,000
Poids	0,183	0,051	0,217	0,074	0,354	0,120	

En outre, les sociétés absorbantes de chacun des groupes de secteurs ont eu recours à ces 3 critères. Seules les sociétés du secteur de la métallurgie et de la sidérurgie n'ont pas été évaluées à partir de l'ANR. Concernant l'ANC, les dividendes et les DCF, ceux-ci ont été plus rarement mobilisés. Ils semblent toutefois être utilisés dans la majorité des groupes de secteurs, à l'exception du « Textile et de l'habillement » et de la « Métallurgie et sidérurgie ».

Tableau n°4.18 : Tableau des profils colonnes METHODE après retraitements

SECTEUR	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Poids
Energies et eau + Machines et équipements	0,250	0,333	0,184	0,154	0,129	0,190	0,183
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	0,438	0,222	0,632	0,615	0,403	0,476	0,474
Métallurgie et sidérurgie	0,094	0,222	0,000	0,077	0,065	0,000	0,057
Textile et habillement	0,063	0,000	0,105	0,000	0,032	0,000	0,046
Haute technologie + Distribution	0,156	0,222	0,079	0,154	0,371	0,333	0,240
Marge active	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	

Le profil sectoriel moyen des méthodes d'évaluation est caractérisé par le poids prépondérant des secteurs en croissance. En effet, le groupe « Chimie + Services + BTP » représente près de 47% des 175 observations. Cette masse relative importante s'explique principalement par le nombre conséquent d'opérations pour lesquelles la société absorbante appartient au secteur des services et de la communication (environ 35% de l'échantillon, cf. Annexe A.10.2). Le groupe de secteurs « Haute technologie +

Distribution » est également très présent, puisque 24% des critères y ont été mis en œuvre. A l'inverse, les secteurs à maturité tels que la « Métallurgie et sidérurgie » et le « Textile et l'habillement » ont un poids moindre, ils représentent respectivement 5,7% et 4,6% des observations. Là aussi, l'explication réside dans la structure de notre échantillon, celui-ci comprend peu d'opérations dans ces secteurs.

2.2.2. Résultats de l'analyse factorielle des correspondances

Nous procédons ensuite à l'analyse factorielle des correspondances. Nous effectuons un test asymptotique du Chi-deux ainsi qu'un test exact⁸³. Ces deux tests permettent de rejeter l'hypothèse nulle d'indépendance au seuil de 5%. En effet, le niveau de signification du test asymptotique s'élève à 0,043 ($\chi^2 = 32,005$, ddl = 20), celle du test exact atteint 0,042. Les résultats montrent donc une liaison significative entre les variables SECTEUR et METHODE.

Tableau n°4.19 : Pourcentage d'inertie expliquée par les axes factoriels

Dimension	Inertie	Proportion d'inertie	
		Expliquée	Cumulée
1	0,105	0,573	0,573
2	0,059	0,323	0,896
3	0,012	0,067	0,963
4	0,007	0,037	1,000
Total	0,183	1,000	1,000

La représentation des points SECTEUR et METHODE sur les axes factoriels est plus précise que celle obtenue pour l'étude des variables ANNEE et METHODE. En effet, les deux premiers axes (tableau n°4.19) expliquent respectivement 57% et 32% de la dispersion du nuage autour de leur centre de gravité, soit à deux près de 90%. Ces deux axes sont donc conservés pour la suite de l'analyse. L'étape suivante consiste alors à analyser les coordonnées des points METHODE dans l'espace SECTEUR et les points SECTEUR dans l'espace METHODE (tableau n°4.20).

Les résultats de l'analyse des points METHODE montre que le critère qui a contribué le plus à la construction de l'axe 1 est l'ANR, sa contribution s'élève à 60% de l'inertie de l'axe. Le COURS intervient en second avec 24% d'inertie expliquée. L'observation des cosinus carrés confirme la bonne représentation de ces points sur l'axe. La contribution de l'axe à l'inertie de ces 2 points est respectivement égale à 99% pour l'ANR et 70% pour le

⁸³ Comme précédemment, le seuil d'effectifs théoriques (critère de Cochran, 1952) exigé pour la réalisation du test asymptotique n'est pas atteint. Un test exact est donc nécessaire pour valider les résultats.

COURS. L'observation des coordonnées de ces deux points révèle leur opposition (ANR = -0,950 et COURS = 0,470).

Concernant la construction du second axe, elle repose essentiellement sur les critères de l'ANC et du RES qui l'expliquent à hauteur de 46% et 24%. La qualité de représentation de ces deux points sur l'axe est bonne, respectivement 67 % et 91%. Il en est de même pour le critère des DCF dont l'inertie expliquée par l'axe 2 atteint 52%. L'analyse des coordonnées de ces 3 points suggère en outre une opposition entre d'une part les méthodes comptables (RES = 0,570 ; ANC = 1,471) et d'autre part la méthode actuarielle (DCF = -0,546).

Tableau n°4.20 : Caractéristiques des points lignes et colonnes

METHODE	Poids	Score dans la dimension		Inertie	Contribution				
					De point à inertie de dimension		De dimension à inertie de point		
		1	2		1	2	1	2	Total
RES	0,183	-0,119	0,570	0,016	0,008	0,244	0,053	0,913	0,966
ANC	0,051	0,883	1,471	0,040	0,124	0,458	0,323	0,673	0,996
ANR	0,217	-0,950	-0,061	0,064	0,605	0,003	0,991	0,003	0,994
DIV	0,074	-0,129	0,127	0,010	0,004	0,005	0,041	0,030	0,071
Cours	0,354	0,470	-0,312	0,036	0,242	0,142	0,697	0,229	0,926
DCF	0,120	0,213	-0,546	0,017	0,017	0,147	0,105	0,519	0,624
Total actif	1,000			0,183	1,000	1,000			
SECTEUR									
Energies et eau + Machines et équipements	0,183	-0,058	0,530	0,017	0,002	0,211	0,012	0,739	0,751
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	0,474	-0,366	-0,139	0,026	0,196	0,037	0,804	0,086	0,890
Métallurgie et sidérurgie	0,057	0,977	1,454	0,049	0,168	0,498	0,361	0,600	0,961
Textile et habillement	0,046	-1,196	0,139	0,031	0,202	0,004	0,691	0,007	0,699
Haute technologie + Distribution	0,240	0,763	-0,503	0,061	0,431	0,250	0,743	0,242	0,985
Total actif	1,000			0,183	1,000	1,000			

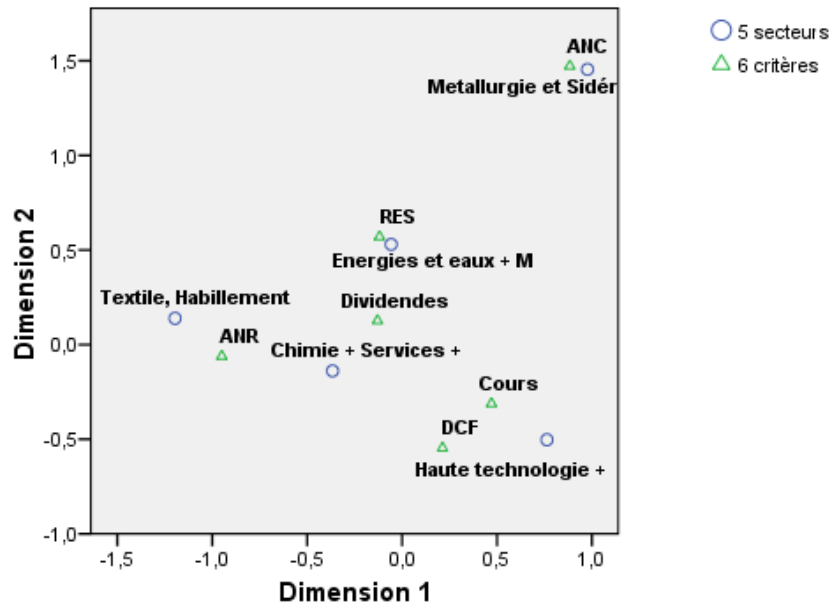
Concernant l'étude des points SECTEUR, ce sont les groupes de secteurs « Textile et habillement » ainsi que « Haute technologie + Distribution » qui ont la plus forte contribution dans la construction du premier axe (respectivement 20% et 43%). Ils sont bien représentés sur l'axe, tout comme le groupe de secteurs « Chimie + Services + BTP » (respectivement 74%, 69% et 80%). L'axe oppose en outre le groupe « Haute technologie + Distribution » (0,763) aux groupes « Textile et habillement » (-1,196) et « Chimie + Services + BTP » (-0,366).

Enfin, l'analyse des points SECTEUR sur l'axe 2 révèle que les points les plus explicatifs de l'inertie sont les groupes « Métallurgie et sidérurgie » (50%), « Energies, eau + Machines, équipements » (21%) puis « Haute technologie + Distribution » (25%). L'analyse des coordonnées semble en l'espèce opposer le groupe « Haute technologie + Distribution » (-0,503) non seulement aux secteurs « Métallurgie et sidérurgie » (1,454) mais aussi aux secteurs « Energies, eau + Machines, équipements » (0,530). Toutefois, il convient de rester vigilant quant à l'interprétation de cette opposition dans la mesure où la contribution de l'axe à l'inertie du point « Haute technologie + Distribution » est relativement faible (24%). Autrement dit, l'écart entre le point réel et sa transposition sur le plan est important, la représentation de la proximité réelle entre les points est donc ici imprécise.

Quant à la modalité DIV, elle ne peut faire l'objet d'une interprétation fiable dans la mesure où elle est la seule à ne pas être représentée de façon correcte sur aucun des axes factoriels. Nous concentrons notre commentaire sur les autres variables.

La projection des points lignes et colonnes est présentée en suivant (figure n°4.3).

Figure n°4.3 : Représentation des points lignes et colonnes sur le plan factoriel



Comme précédemment, nous nous aidons des indices d'attraction-répulsion ainsi que des contributions de chaque case à la formation du Chi-deux (tableaux n°4.21 et n°4.22). La projection simultanée des points lignes et colonnes montre une attraction significative (1,55) entre le COURS et le groupe « Haute technologie + Distribution ». Ce dernier groupe est opposé à la modalité ANR (0,33) qui est également éloigné du secteur

« Métallurgie et sidérurgie » (0,00). Elle est en revanche associée aux groupes « Chimie + Services + BTP » (1,33) et « Textile, habillement » (2,30). L'ANC est quant à lui très proche du point « Métallurgie, sidérurgie » (3,89) puis dans une moindre mesure du point « Energies, eau + Machines, équipements » (1,82). A l'inverse, il s'oppose complètement au groupe « Chimie + Services + BTP » (0,47).

Tableau n°4.21 : Indices d'attraction-répulsion entre les modalités METHODE et SECTEUR

SECTEUR	METHODE					
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF
Energies et eau + Machines et équipements	1,37	1,82	1,01	0,84	0,71	1,04
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	0,92	0,47	1,33	1,30	0,85	1,00
Métallurgie et sidérurgie	1,64	3,89	0,00	1,35	1,13	0,00
Textile et habillement	1,37	0,00	2,30	0,00	0,71	0,00
Haute technologie + Distribution	0,65	0,93	0,33	0,64	1,55	1,39

Tableau n°4.22 : Contributions de chaque case au Chi-deux

SECTEUR	METHODE						
	RES	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	Total
Energies et eau + Machines et équipements	0,789	1,114	0,000	0,060	0,982	0,007	2,953
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	0,091	1,206	1,982	0,546	0,660	0,000	4,485
Métallurgie et sidérurgie	0,750	4,292	2,171	0,089	0,059	1,200	8,562
Textile et habillement	0,197	0,411	2,948	0,594	0,246	0,960	5,356
Haute technologie + Distribution	0,935	0,012	4,107	0,402	4,431	0,762	10,649
Total	2,763	7,035	11,209	1,691	6,378	2,929	32,005

Nous observons que la modalité RES s'associe avec le groupe « Energies + Machines, équipement » (1,37) alors qu'elle s'oppose au groupe « Haute technologie + Distribution » (0,65). Cette dernière observation est toutefois à nuancer, la représentation du point « Haute technologie + Distribution » étant médiocre sur l'axe 2. Enfin, nous observons une répulsion significative entre d'une part le critère des DCF et d'autre part les groupes « Métallurgie, sidérurgie » et « Textile, habillement ». A l'inverse, ce dernier critère semble associé au groupe « Haute technologie + Distribution ». Mais là encore, ce dernier propos doit être modéré en raison de la mauvaise représentation du point « Haute technologie + Distribution » sur l'axe 2. Le tableau n°4.23 suivant résume l'ensemble de ces conclusions.

Tableau n°4.23 : Principales attractions / répulsions entre les modalités des variables
METHODE et SECTEUR

	Attractions	Répulsions
Energies et eau + Machines et équipements	ANC, RES	
Chimie, plastiques, pharmacie + Services et communication + BTP et manutention	ANR	ANC
Métallurgie et sidérurgie	ANC	ANR, DCF
Textile et habillement	ANR	DCF
Haute technologie + Distribution	COURS, DCF	ANR, RES

Comme Bellier-Dellienne et Bour (2007) pour les offres publiques, nos résultats montrent un lien significatif entre les variables SECTEUR et METHODE. En effet, on constate une convergence des pratiques au niveau sectoriel. Les sociétés absorbantes dans les domaines de la haute technologie et de la distribution sont principalement évaluées à partir de leurs cours et dans une moindre mesure selon les DCF. Elles ne sont que très rarement évaluées selon l'ANR et le résultat. Ce groupe est en effet caractérisé par un nombre important de sociétés en forte phase de croissance au cours de la période d'étude et dont les résultats peuvent être négatifs avant la fusion. Par conséquent, leur évaluation est basée sur les perspectives de croissance qu'elles offrent ainsi que sur les anticipations du marché à leur égard. Nos résultats vont donc dans le sens des travaux de (Black, 1998 ; Kim et Ritter, 1999 ; Bartov et al. 2002 ; Boisselier et Dufour, 2004 ; Demirakos et al. 2004 ; Roosenboom, 2007 ; La Chapelle, 2007). Dans les secteurs de la chimie, des services, du BTP ainsi que le secteur du textile et de l'habillement, la parité est généralement fondée sur l'ANR de l'absorbante. La plupart du temps, les dirigeants de ces sociétés écartent respectivement soit le critère de l'ANC soit celui des DCF. Enfin pour les secteurs cycliques ou en phase de maturité, c'est-à-dire la métallurgie, sidérurgie ainsi que les secteurs des énergies et des machines, équipements, l'ANC est privilégié.

Dans l'ensemble, ces résultats suggèrent que les dirigeants se conforment aux recommandations de la COB/AMF et considèrent la nature de l'activité des sociétés participantes dans leur choix des méthodes d'évaluation. Ils révèlent en outre que les critères comptables sont utilisés de manière récurrente pour une majorité de secteurs, à l'exception du groupe de secteurs de la haute technologie et de la distribution qui privilégie les approches boursière et actuarielle. Ces résultats vont néanmoins dans le sens des travaux de nos prédécesseurs relatifs au choix des méthodes d'évaluation des sociétés de la haute technologie.

3. Etude des critères de parité déterminants

Une étude du caractère déterminant des critères a également été réalisée. Celle-ci doit nous permettre d'identifier les méthodes d'évaluation qui ont contribué le plus à expliquer la parité finale des opérations de notre échantillon.

Pour ce faire, une matrice recensant les parités estimées selon les différents critères mis en œuvre a été constituée. A partir de cette matrice plusieurs analyses ont été opérées. Dans un premier temps, nous avons recodé cette matrice en confrontant lesdites parités théoriques avec la parité finale de telle sorte que pour chaque opération, la méthode citée la plus proche de la parité finale prenne la valeur 1 et 0 sinon. Nous avons alors procédé à des analyses de fréquences verticale et horizontale (§1). Celles-ci doivent nous permettre d'identifier les critères les plus déterminants. Dans un second temps, nous avons opéré des analyses de corrélation et de régression simple à partir de la première matrice (§2). L'objectif consiste ici à apprécier la relation existante entre d'une part les parités finales et théoriques fournies par les différents critères ainsi que le pouvoir explicatif de ces dernières. Les résultats sont abordés successivement.

3.1. Analyse de fréquences verticale des critères déterminants

Si l'analyse des critères mentionnés dans les traités de fusion a précédemment révélé un usage récurrent par ordre d'importance du cours de bourse (61%), de l'ANR (37%) et des bénéfiques (31%), la présente analyse montre qu'il s'agit également des critères qui expliquent le mieux la parité finale dans respectivement 46, 17 et 11% des opérations. En revanche, si le critère des DCF est régulièrement mentionné (20%), il ne contribue pas vraiment à fixer la parité puisqu'il n'est le critère le plus déterminant que dans moins de 5% des cas. Concernant la détermination de la parité par transparence entre les sociétés participantes, c'est-à-dire lorsque la parité n'est ni plus ni moins que le reflet du nombre d'actions détenues par l'une des sociétés dans l'autre, elle est nécessairement déterminante. Le critère du nombre d'actions détenues est ainsi utilisé et déterminant dans 10% des opérations. Le tableau n°4.24 reprend le détail des fréquences du caractère déterminant des différents critères.

Tableau n°4.24 : Critères de parité déterminants

Méthodes	Fréquence ⁸⁴ %
<i>N</i>	<i>105</i>
Cours de bourse	45,71
Actif net réévalué (ANR)	17,14
Résultats (exploitation/courant/net)	10,48
Actualisation des flux de trésorerie	4,76
Dividendes	1,90
Nombre d'actions détenues	10,48
Actif net comptable (ANC)	1,90
Multiplés de sociétés comparables	2,86
Transactions antérieures	6,67
Chiffre d'affaires	0,95
Marge Brute d'Autofinancement (MBA)	0,95
EBE	0,95
Valeur nominale de l'action	0

Les résultats vont dans le sens des conclusions de nos prédécesseurs (Erhel, 1980 ; Trébucq, 2000) puisqu'ils illustrent que le cours de bourse et l'ANR correspondent aux deux critères les plus explicatifs des parités.

Comme précédemment nous affinons ces résultats en scindant notre échantillon en quatre sous-échantillons selon l'initiative et la nature de l'opération (tableau n°4.25).

Tableau n°4.25 : Critères de parité déterminants - Par nature et initiative d'opération

Méthodes	Fréquence %			
	Restructuration		Prise de contrôle	
	Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice
<i>N</i>	<i>42</i>	<i>37</i>	<i>10</i>	<i>16</i>
Cours de bourse	47,62	45,95	60,00	31,25
Actif net réévalué (ANR)	19,05	10,81	10,00	31,25
Résultats (exploitation/courant/net)	4,76	18,92	0	12,50
Actualisation des flux de trésorerie	0	8,11	0	12,50
Dividendes	0	2,70	0	6,25
Nombre d'actions détenues	16,67	5,41	20,00	0
Actif net comptable (ANC)	0	5,41	0	0
Multiplés de sociétés comparables	4,76	2,70	0	0
Transactions antérieures	9,62	5,41	0	6,25
Chiffre d'affaires	0	2,70	0	0
MBA	0	2,70	0	0
EBE	0	0	10,00	0
Valeur nominale de l'action	0	0	0	0

Cette nouvelle analyse confirme le caractère déterminant du cours de bourse dans chacun des 4 sous-échantillons mais surtout chez les sociétés cibles de fusions-absorptions. Ce

⁸⁴ La somme des pourcentages n'est pas égale à 100 dans la mesure où pour les fusions-absorptions de Go Sport par Courir et d'Ecia par Bertrand Faure il n'a pas été possible de départager les critères utilisés, la parité retenue étant la moyenne de ces critères.

dernier l'est toutefois relativement moins fréquemment dans les sociétés initiatrices de prises de contrôle et ce au profit de l'ANR (31%). Ce dernier critère est le plus explicatif de la parité dans près de 19% des opérations de restructuration dont la société absorbante est la cible. Quant au résultat, il est le plus déterminant lorsque les sociétés sont à l'initiative de l'opération et ce d'autant plus dans les restructurations (19% des opérations). S'agissant enfin du critère du nombre d'actions détenues, il contribue le plus à la fixation de la parité lorsque la société absorbante est la cible de l'opération. Au final, à l'exception des DCF, il semble que les principaux critères qui sont généralement utilisés, c'est à dire le cours de bourse, l'ANR et les résultats, sont également ceux qui expliquent le mieux et le plus souvent la parité retenue.

3.2. Analyse de fréquences horizontale des critères déterminants

De la même manière que pour l'analyse des différents critères mentionnés, un regroupement des méthodes comptables (ANR, RES, ANC, CA, MBA et EBE) a été opéré. Il ressort que pris ensemble, ces critères sont déterminants dans près d'un tiers des opérations. Ce pourcentage est d'autant plus important lorsque les sociétés sont à l'initiative de l'opération. Il atteint dans ce cas plus de 40% des opérations. Ce résultat marque donc de nouveau l'existence de pratiques différentes entre les sociétés initiatrices et cibles. Le tableau n°4.26 reprend ces propos.

Tableau n°4.26 : Nombre d'opérations où les critères comptables sont déterminants
Par nature et initiative d'opération

	N	Restructuration		Prise de contrôle		Total
		Cible	Initiatrice	Cible	Initiatrice	
Moyenne (%)		42 23,81	37 40,54	10 20,00	16 43,75	105 32,38

3.3. Analyses de corrélation et régression simple

Afin d'apprécier l'intensité de la relation entre les parités estimées selon les différents critères d'évaluation de la société absorbante et la parité finalement retenue, des coefficients de corrélation ont été calculés. Par ailleurs, des régressions simples avec pour variable endogène la parité finale et pour variable exogène la parité estimée selon lesdits critères ont également été opérées. Elles permettent d'apprécier le pouvoir explicatif des parités estimées de la parité finale. Cette démarche a été répétée pour l'ensemble des critères à l'exception de l'EBE et du nominal de l'action dans la mesure où ceux-ci n'ont été mentionnés qu'une seule fois pour l'échantillon étudié.

A l'exception des DCF, les résultats montrent que lorsque les critères sont utilisés, ils sont dans l'ensemble extrêmement liés à la parité retenue, leurs coefficients de corrélation étant compris entre 0,951 et 0,999. Les différents critères fournissent en outre des parités théoriques qui expliquent entre 88 et 99% de la variance de la parité finale. Seul le critère des DCF a un pouvoir explicatif relativement faible, de l'ordre de 17% (tableau n°4.27).

Tableau n°4.27 : Coefficients de corrélation et R² ajustés des régressions simples
Entre la parité finale et les parités estimées selon les différents critères

	CA	RES	MBA	ANC	ANR	DIV	Cours	DCF	MUL	OPANT	NBAD
<i>N</i>	7	32	7	9	39	13	64	21	9	9	11
Coef. Pearson	0,963	0,983	0,951	0,998	0,999	0,972	0,999	0,458	0,999	0,963	0,999
Sign.	0,001	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,037	0,000	0,000	0,000
R ² ajusté	0,912	0,964	0,885	0,995	0,999	0,940	0,999	0,168	0,999	0,918	0,999

Thauvron (1998, 2000a) conclue dans le contexte des offres publiques que les méthodes d'évaluation les plus explicatives sont aussi celles qui sont les moins utilisées. Il semble que dans le contexte des fusions-absorptions intervenues entre 1997 et 2006, ces résultats ne soient pas confortés dans la mesure où les critères les plus récurrents disposent aussi d'un fort pouvoir explicatif de la parité finale. Si Thauvron (1998, 2000a) postule qu'en utilisant des critères peu pertinents les dirigeants peuvent donner l'illusion d'une parité plus ou moins favorable et tromper ainsi les actionnaires, dans le contexte des fusions, les critères fournissant une parité éloignée de la parité souhaitée ne sont tout simplement pas mentionnés dans les traités de fusion.

A l'issue des analyses, il ressort donc essentiellement que les critères du cours de bourse, de l'ANR ainsi que des résultats sont non seulement les critères les plus fréquemment mentionnés mais aussi ceux qui déterminent le plus souvent la parité. Plus largement, nous montrons que les critères lorsqu'ils sont utilisés procurent la plupart du temps une parité théorique extrêmement proche de celle finalement retenue. Seule la méthode des DCF semble faire exception à ces propos dans la mesure où elle n'est déterminante que dans très peu d'opérations. Les parités théoriques qu'elle fournit semblent très souvent s'éloigner du prix finalement convenu. Ainsi, les directions si elles mentionnent cette méthode, restent relativement prudentes quant au poids qu'elles lui confèrent pour déterminer la parité.

Conclusion de la section 1

Cette section avait pour mission d'apporter des éléments de compréhension de la détermination de la parité d'échange et ce, à travers l'étude des pratiques des dirigeants dans leur mise en œuvre de l'approche multicritères. Trois étapes successives ont pour ce faire été déployées et présentées. La première étape a été consacrée à l'identification des critères de parité mobilisés. La seconde a servi à identifier une évolution des pratiques ainsi que l'existence d'usages sectoriels. Enfin, la troisième étape a permis d'apprécier le caractère déterminant des critères de parité mentionnés pour évaluer la société absorbante.

Dans l'ensemble, il apparaît que les critères les plus souvent mentionnés sont le cours de bourse, l'ANR et les résultats. Ce constat renforce l'idée selon laquelle l'information comptable étant centrale (directement ou indirectement) dans la détermination de la parité, les dirigeants des sociétés absorbantes pourraient être incités à adopter des choix comptables et financiers visant à modifier la valeur de leur entreprise et incidemment la parité. Cette situation est d'autant plus plausible que les critères sélectionnés fournissent à l'exception de la méthode des DCF, des ratios théoriques extrêmement proches de la parité finalement appliquée.

S'agissant du cas particulier des critères comptables, il semble que leur référence soit en constante diminution. Pour autant, ils conservent toujours une place de poids dans la fixation de la parité, et ce dans une majorité des secteurs d'activité. En effet, à l'exception de la haute technologie et de la distribution pour lesquels les directions des sociétés préfèrent nettement les méthodes du cours de bourse et des DCF, chacun des secteurs étudiés fait référence soit à l'ANC, à l'ANR ou aux résultats pour évaluer leur société. Nous rejoignons là encore les conclusions des recherches antérieures.

Il apparaît par ailleurs que les pratiques divergent substantiellement selon l'initiative de l'opération. Le nombre de critères utilisés est en effet plus important pour les sociétés absorbantes initiatrices. Pour ces sociétés, l'emploi de critères comptables est plus fréquent et plus souvent déterminant. Si cette différence peut laisser penser à un éventuel comportement manipulateur des dirigeants, il est bien évidemment impossible de l'affirmer compte tenu des éléments dégagés. Dans ces conditions, la référence unique à une méthode d'évaluation pour près de la moitié des opérations, ne vient au mieux que renforcer le sentiment de suspicion entourant la mise en œuvre pratique de l'approche multicritères et donc par extension les conditions de détermination de la parité d'échange.

SECTION 2 : ETUDE DE LA GESTION DES RESULTATS DES DIRIGEANTS DES SOCIETES ABSORBANTES ET DE SES DETERMINANTS

La présente section vise à identifier avec plus de précision l'existence d'un tel comportement et se concentre notamment sur les choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants des sociétés absorbantes. L'étude de la gestion des résultats des dirigeants a été opérée en deux phases successives. La première phase a été consacrée à la détection des choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants. Afin d'y parvenir, nous avons d'abord étudié l'évolution des choix comptables des dirigeants les 5 années précédant l'opération (§1). Nous avons ensuite estimé l'ampleur de la part discrétionnaire de ces choix (§2). La seconde phase a, quant à elle, été mobilisée pour identifier les déterminants des choix discrétionnaires. Nous avons pour cela procédé au test de nos modèles explicatifs (§3). Les résultats de ces analyses sont présentés en suivant.

1. Analyse des VCR totales et de leurs composantes

La première phase de l'estimation de la gestion des résultats des dirigeants consiste à calculer le montant des VCR totales. Celles-ci correspondent à la différence entre le résultat net et les flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise pour un exercice donné et ont été obtenues par différence entre d'un côté la variation du BFR, les reprises sur dépréciations et provisions et la production immobilisée puis de l'autre les dotations aux amortissements, aux dépréciations et provisions. Nous présentons successivement les statistiques descriptives de ces VCR totales ainsi que leurs composantes pour l'ensemble des 107 sociétés absorbantes pour la période de t-5 à t-1 avant l'opération (§1.1). Nous exposons ensuite les résultats des comparaisons de moyennes annuelles des VCR totales et de leurs composantes sur cette même période (§1.2).

1.1. Statistiques descriptives des VCR totales et de leurs composantes

Les statistiques descriptives ont dans un premier temps été calculées à partir des montants en valeur des VCR totales et de leurs composantes. A la lecture du tableau n°4.28, il ressort que les VCR totales s'élèvent en moyenne à -3 701 K€ sur les 5 ans précédant la fusion. Si leur distribution est dispersée (écart-type = 205 180 K€), il apparaît toutefois que

plus de la moitié des observations présentent des VCR totales négatives et inférieures à -139 K€.

Tableau n°4.28 : Statistiques descriptives des VCR totales et de leurs composantes
(En milliers d'Euros)

	Moyenne	Ecart-type	Centiles		
			25	50	75
VCRT	-3 701	205 180	-5 989	-139	3 543
Δ BFR	11 062	198 459	-2 320	74	4 772
DA	7 403	19 521	68	699	3 906
DP	29 625	112 489	103	1 725	9 760
REP	21 172	84 279	128	1 718	9 804
PI	735	3 607	0	0	0

VCRT : VCR totales, Δ BFR : Variation du BFR, DA : Dotations aux amortissements, DP : Dotations aux dépréciations et provisions, REP : Reprises sur dépréciations et provisions, PI : Production immobilisée

La variation moyenne du BFR est positive (11 062 K€) et traduit pour plus de 50% de l'échantillon une augmentation du BFR (médiane = 74 K€). S'agissant des dotations aux amortissements, leur montant moyen atteint 7 403 K€. Leur distribution est relativement homogène en comparaison aux précédents soldes, les trois quarts d'entre elles se situant en outre en dessous de 3 906 K€. Concernant les dotations aux dépréciations et provisions, elles représentent en moyenne 29 625 K€. Il s'agit là de la composante avec la plus forte contribution à la moyenne négative des VCR totales, un quart des observations correspondent d'ailleurs à des dotations supérieures à 9 760 K€. Parallèlement, le montant moyen des reprises est également très élevé pour atteindre 21 172 K€. Celui-ci compense en partie les dotations aux dépréciations et provisions pour près de 75% de l'échantillon. Enfin, la production immobilisée ne contribue que plus marginalement au niveau des VCR totales. Malgré une moyenne équivalente à 735 K€ pour l'échantillon dans son ensemble, dans plus des trois quarts des observations ce poste est égal à zéro.

Afin d'affiner cette analyse, nous avons standardisé les VCR totales et leurs composantes par le total d'actif (net) de l'année précédente. En procédant ainsi, l'effet taille des entreprises est neutralisé. Les statistiques obtenues traduisent dès lors le poids moyen des VCR totales et de leurs composantes dans le total d'actif des entreprises de l'échantillon.

Les résultats du tableau n°4.29 confortent les précédents constats. En effet, les VCR totales pour les 5 années précédant l'opération sont en moyenne négatives et équivalentes à 1,3% du total d'actif. Pour la moitié des observations, les VCR totales sont également négatives (médiane = -0,7% du total d'actif). De la même manière, la variation moyenne du BFR est positive (0,8% du total d'actif) et ce dans plus de 50% des observations. La composante

qui contribue le plus à expliquer la moyenne négative des VCR totales demeure sur l'ensemble des données les dotations aux dépréciations et provisions en représentant en moyenne 3,8% du total d'actif. Associées au poids des dotations aux amortissements (1,9% du total d'actif), elles ne sont que partiellement compensées par les reprises qui sont équivalentes à 4,1% du total d'actif. Le poids marginal de la production immobilisée est en outre confirmé.

Tableau n°4.29 : Statistiques descriptives des VCR totales et de leurs composantes
(Standardisées par le total d'actif de l'année antérieure)

	Moyenne	Ecart-type	Centiles		
			25	50	75
VCRT	-0,013	0,225	-0,060	-0,007	0,044
Δ BFR	0,008	0,162	-0,034	0,002	0,053
DA	0,019	0,030	0,001	0,009	0,021
DP	0,038	0,065	0,002	0,016	0,048
REP	0,041	0,090	0,003	0,015	0,046
PI	0,001	0,006	0,000	0,000	0,000

VCRT : VCR totales, Δ BFR : Variation du BFR, DA : Dotations aux amortissements, DP : Dotations aux dépréciations et provisions, REP : Reprises sur dépréciations et provisions, PI : Production immobilisée

Nous avons ensuite scindé l'échantillon par année afin d'illustrer l'évolution des VCR totales ainsi que celles de leurs composantes sur les 5 années précédant l'opération (tableau n°4.30).

Les résultats révèlent qu'entre t-2 et t-5 avant l'opération, toutes les VCR totales sont en moyenne négatives. Elles représentent respectivement -6%, -1,2%, -0,1% et -2,5% du total d'actif. A l'inverse en t-1, les VCR totales deviennent positives et atteignent 3,2% du total d'actif. Ce résultat est particulièrement intéressant, il semble conforter l'idée selon laquelle les dirigeants pourraient adopter des choix spécifiques à l'approche de l'opération. En l'espèce, l'analyse des composantes montrent que la variation du BFR s'élève en moyenne en t-1 à 2,8% du total d'actif alors que celles des années précédentes n'excèdent pas 1,4% du total d'actif. Cette augmentation de la variation du BFR peut soutenir le caractère plausible de l'adoption d'une politique comptable de la part des dirigeants visant à améliorer le résultat. De manière symétrique, le poids des dotations aux amortissements est le plus faible l'année précédant l'opération. Il atteint 1,5% en moyenne en t-1 alors qu'il était compris entre 1,7 et 2,5 entre t-2 et t-5. Le même constat est opéré pour les dotations aux dépréciations et provisions qui sont à leur minimum en moyenne en t-1 (seulement 3,3% du total d'actif), celles-ci étant comprises entre 3,3% et 5,4% entre t-2 et t-5. La diminution de ces postes peut là encore donner un indice du comportement comptable des

dirigeants visant à améliorer le niveau des résultats de la société absorbante juste avant l'opération.

Tableau n°4.30: Statistiques descriptives des VCR totales et de leurs composantes par année (Standardisées par le total d'actif de l'année antérieure)

	Moyenne	Ecart-type	Centiles		
			25	50	75
T-1					
VCRT	0,032	0,275	-0,049	-0,006	0,075
Δ BFR	0,028	0,160	-0,025	0,001	0,066
DA	0,015	0,023	0,001	0,007	0,018
DP	0,033	0,055	0,002	0,017	0,040
REP	0,046	0,138	0,002	0,013	0,048
PI	0,002	0,006	0,000	0,000	0,000
T-2					
VCRT	-0,060	0,245	-0,093	-0,009	0,036
Δ BFR	-0,006	0,180	-0,044	0,001	0,052
DA	0,017	0,024	0,001	0,009	0,021
DP	0,054	0,098	0,003	0,021	0,061
REP	0,034	0,049	0,003	0,015	0,045
PI	0,001	0,002	0,000	0,000	0,000
T-3					
VCRT	-0,012	0,210	-0,058	-0,007	0,046
Δ BFR	-0,005	0,143	-0,036	0,001	0,046
DA	0,018	0,028	0,001	0,008	0,021
DP	0,036	0,057	0,003	0,011	0,051
REP	0,047	0,097	0,003	0,016	0,046
PI	0,002	0,006	0,000	0,000	0,000
T-4					
VCRT	-0,001	0,140	-0,067	-0,008	0,036
Δ BFR	0,014	0,132	-0,025	0,002	0,048
DA	0,019	0,028	0,001	0,010	0,021
DP	0,033	0,046	0,001	0,015	0,051
REP	0,035	0,062	0,003	0,015	0,044
PI	0,002	0,006	0,000	0,000	0,000
T-5					
VCRT	-0,025	0,221	-0,055	0,000	0,048
Δ BFR	0,009	0,190	-0,032	0,005	0,061
DA	0,025	0,044	0,002	0,013	0,028
DP	0,036	0,055	0,002	0,015	0,044
REP	0,041	0,076	0,004	0,018	0,050
PI	0,002	0,007	0,000	0,000	0,000

VCRT : VCR totales, Δ BFR : Variation du BFR, DA : Dotations aux amortissements, DP : Dotations aux dépréciations et provisions, REP : Reprises sur dépréciations et provisions, PI : Production immobilisée

L'observation des reprises conforte en sus cette conception. Représentant en moyenne la composante la plus importante des VCR totales l'année précédant l'opération, leur poids en t-1 se situe dans les moyennes hautes des différentes années. Atteignant en moyenne 4,6% du total d'actif en t-1, celles-ci sont en augmentation par rapport à t-2, ce qui peut

traduire la volonté des dirigeants d'augmenter leurs résultats. Il convient toutefois de nuancer ces propos dans la mesure où l'origine de cette augmentation peut, semble-t-il, provenir en partie de l'augmentation des dotations aux dépréciations et provisions de t-2 (5,4% du total d'actif).

Ces premières analyses semblent soutenir la possibilité que les dirigeants aient adopté des choix comptables et financiers pour améliorer leurs résultats. Il apparaît en outre que, tant les composantes de la variation du BFR, des dotations aux amortissements et des dotations aux dépréciations et provisions, que les reprises sur dépréciations et provisions ont pu substantiellement contribuer à l'augmentation des VCR totales avant l'opération. Afin de conforter ces analyses, nous procédons en suivant à des comparaisons de moyennes des niveaux des VCR totales et de leurs composantes à l'approche de l'opération.

1.2. Evolution anormale des VCR totales et de leurs composantes

Ces analyses ont pour objectif de mettre en relief l'existence de variations importantes et statistiquement significatives avant l'opération. En effet, la constatation de variations anormalement élevées à l'approche de l'opération serait de nature à soutenir l'idée selon laquelle les dirigeants ont pu opter pour des choix comptables et financiers discrétionnaires en t-1. Les résultats des tests t de Student et z de Wilcoxon sont présentés au tableau n°4.31.

Tableau n°4.31 : Moyennes des variations des VCR et de leurs composantes
(Standardisées par le total d'actif de l'année antérieure)

Postes	T-5/T-4			T-4/T-3			T-3/T-2			T-2/T-1		
	Dif. Moyen.	t / z	Sign.	Dif. Moyen.	t / z	Sign.	Dif. Moyen.	t / z	Sign.	Dif. Moyen.	t / z	Sign.
VCRT	0,004	t : 0,193 z : -0,790	0,847 ^{ns} 0,429 ^{ns}	0,001	t : 0,032 z : -0,342	0,974 ^{ns} 0,732 ^{ns}	-0,045	t : -1,445 z : -1,387	0,152 ^{ns} 0,165 ^{ns}	0,092	t : 2,422 z : -1,783	0,017^{**} 0,075[*]
ΔBFR	0,007	t : 0,272 z : -0,033	0,786 ^{ns} 0,974 ^{ns}	-0,015	t : -0,890 z : -0,792	0,376 ^{ns} 0,428 ^{ns}	0,009	t : 0,479 z : -0,078	0,633 ^{ns} 0,937 ^{ns}	0,023	t : 1,058 z : -0,780	0,292 ^{ns} 0,436 ^{ns}
DA	-0,001	t : -0,803 z : -2,491	0,424 ^{ns} 0,013 ^{**}	-0,001	t : -0,479 z : -1,693	0,633 ^{ns} 0,090 [*]	0,001	t : 0,380 z : -0,696	0,705 ^{ns} 0,486 ^{ns}	-0,001	t : -0,564 z : -1,592	0,574 ^{ns} 0,111 ^{ns}
DP	0,000	t : -0,004 z : -0,067	0,997 ^{ns} 0,947 ^{ns}	0,004	t : 0,820 z : -0,236	0,414 ^{ns} 0,814 ^{ns}	0,015	t : 1,633 z : -1,144	0,105 ^{ns} 0,253 ^{ns}	-0,020	t : -2,024 z : -2,178	0,046^{**} 0,029^{**}
REP	-0,005	t : -0,579 z : -0,385	0,564 ^{ns} 0,700 ^{ns}	0,007	t : 0,925 z : -0,056	0,357 ^{ns} 0,956 ^{ns}	-0,010	t : -1,487 z : -0,757	0,140 ^{ns} 0,449 ^{ns}	0,009	t : 0,630 z : -0,663	0,530 ^{ns} 0,507 ^{ns}
PI	0,000	t : 0,210 z : -1,278	0,834 ^{ns} 0,201 ^{ns}	0,000	t : 0,266 z : -1,197	0,791 ^{ns} 0,231 ^{ns}	-0,000	t : -1,239 z : -1,430	0,218 ^{ns} 0,153 ^{ns}	0,000	t : 1,275 z : -1,408	0,205 ^{ns} 0,159 ^{ns}

Ns : non significatif, ** et * respectivement significatif à 5 et 10%

t, z : valeur des tests de Student et de Wilcoxon, sign. : signification bilatérale

Les résultats de ces comparaisons de moyennes montrent une augmentation significative des VCR totales en t-1 alors qu'aucune augmentation significative n'est constatée pour les

exercices antérieurs. Cette hausse des VCR totales en t-1 (9,2% du total d'actif, statistiquement significative au seuil de 5 et 10% selon les tests de Student et Wilcoxon) proviendrait essentiellement d'une baisse significative des dotations aux dépréciations et provisions (2% du total d'actif, significative à 5% quel que soit le test), celle-ci devrait avoir un impact positif sur le niveau des résultats⁸⁵. S'agissant des autres composantes, leurs évolutions laissent supposer un effet positif sur les résultats sans pourtant être significatives aux seuils conventionnels.

La différence de moyenne de variation du BFR en t-1 est positive et équivaut à 2,3% du total d'actif. Cette variation peut non seulement provenir d'une négociation des délais de paiement des clients et fournisseurs plus intéressants pour les absorbantes, mais aussi d'une gestion réelle des approvisionnements et des ventes, de choix comptables en matière d'évaluation des stocks ou de constatation des charges et produits constatés d'avance. Cela étant, cette variation, si elle est supérieure en moyenne aux années antérieures, n'est pas significative au seuil de 10%. Le poids des dotations aux amortissements diminue en moyenne de 0,1% en t-1, ce qui devrait avoir pour effet d'améliorer le niveau de résultats. Quant aux reprises, les conclusions sont identiques, leur poids augmentant de près de 0,9%. Ces composantes sont toutefois, là encore, non significatives au seuil de 10%.

L'observation de l'évolution des VCR totales et de leurs composantes en les ajustant de la médiane sectorielle annuelle de sociétés qui n'ont pas participé à des fusions-absorptions a pour objectif de conforter ces résultats en neutralisant l'impact de facteurs économiques propres à chaque secteur d'activité des entreprises de notre échantillon (tableau n°4.32).

Cette nouvelle analyse soutient les constatations précédentes. Les variations des VCR totales ajustées sont en moyenne positives (10,1% du total d'actif) en t-1 et significatives au seuil de 1 et 5% selon qu'il s'agit du test de Student ou de Wilcoxon. Comme précédemment, la variation des VCR totales de t-2 à t-3 est négative mais devient toutefois significative à 5% lorsque les variables sont ajustées au secteur d'activité. Celle-ci s'explique en partie par l'augmentation significative des dotations aux amortissements et des dotations aux dépréciations et provisions sur cette période et peut laisser entendre une éventuelle adoption de choix comptables et financiers diminuant le niveau des résultats

⁸⁵ Le règlement CRC 2000-06 relatif aux passifs réduit sensiblement la latitude d'action des dirigeants en matière de provisions. De même, le règlement CRC 2002-10 relatif à l'amortissement et à la dépréciation des actifs limite la discrétion des dirigeants en matière de dépréciation d'actif. Leur application n'étant obligatoire qu'à compter respectivement de 2002 et 2005, l'impact de ces règlements sur nos résultats reste relativement limité. L'année T-1, pour laquelle nous observons une évolution significative des dotations aux dépréciations et provisions, couvre en effet la période de 1996 à 2005. Dans respectivement 73% et 90% de l'échantillon, l'année T-1 intervient avant 2002 et 2005.

cette année là. L'augmentation des VCR totales ajustées en t-1 s'explique essentiellement par la variation négative (-2,9% du total d'actif) des dotations aux dépréciations et provisions ajustées dont la signification augmente (seuil de 1%). Ce résultat est d'autant plus intéressant que depuis t-4, la variation de cette composante était statistiquement positive (respectivement 1,4% et 1,5% du total d'actif entre t-4 et t-3 puis t-3 et t-2).

Tableau n°4.32 : Moyennes des variations des VCR et de leurs composantes ajustées (Standardisées par le total actif de l'année antérieure)

Postes	T-5/T-4			T-4/T-3			T-3/T-2			T-2/T-1		
	Dif. Moyen.	t / z	Sign.	Dif. Moyen.	t / z	Sign.	Dif. Moyen.	t / z	Sign.	Dif. Moyen.	t / z	Sign.
VCRT	0,012	t : 0,457 z : -0,284	0,648 ^{ns} 0,776 ^{ns}	0,021	t : 0,933 z : -1,724	0,353 ^{ns} 0,085 [*]	-0,070	t : -2,232 z : -2,532	0,028 ^{**} 0,011 ^{**}	0,101	t : 2,660 z : -2,293	0,009 ^{***} 0,022 ^{**}
ΔBFR	0,007	t : 0,266 z : -0,205	0,791 ^{ns} 0,838 ^{ns}	-0,001	t : 0,075 z : -0,862	0,941 ^{ns} 0,389 ^{ns}	0,000	t : 0,003 z : -0,469	0,998 ^{ns} 0,639 ^{ns}	0,024	t : 1,066 z : -0,681	0,289 ^{ns} 0,496 ^{ns}
DA	-0,001	t : -0,720 z : -1,531	0,473 ^{ns} 0,126 ^{ns}	0,001	t : 0,796 z : -3,437	0,428 ^{ns} 0,001 ^{***}	0,004	t : 2,254 z : -3,934	0,026 ^{**} 0,000 ^{***}	-0,003	t : -1,140 z : -2,650	0,257 ^{ns} 0,008 ^{***}
DP	-0,001	t : -0,097 z : -0,302	0,923 ^{ns} 0,763 ^{ns}	0,014	t : 2,691 z : -3,935	0,008 ^{***} 0,000 ^{***}	0,015	t : 1,670 z : -1,793	0,098 [*] 0,073 [*]	-0,029	t : -3,005 z : -4,231	0,003 ^{***} 0,000 ^{***}
REP	-0,011	t : -1,258 z : -0,692	0,211 ^{ns} 0,489 ^{ns}	0,002	t : 0,304 z : -1,878	0,762 ^{ns} 0,060 [*]	-0,004	t : -0,529 z : -1,465	0,598 ^{ns} 0,143 ^{ns}	0,007	t : 0,512 z : -1,627	0,610 ^{ns} 0,104 ^{ns}
PI	0,000	t : 0,474 z : -1,823	0,637 ^{ns} 0,068 [*]	0,000	t : 0,497 z : -1,083	0,620 ^{ns} 0,279 ^{ns}	-0,000	t : -0,892 z : -0,557	0,375 ^{ns} 0,577 ^{ns}	0,000	t : 1,073 z : -0,770	0,286 ^{ns} 0,441 ^{ns}

Ns : non significatif, ***, ** et * respectivement significatif à 1, 5 et 10%

t, z : valeur des tests de Student et de Wilcoxon, sign. : signification bilatérale

S'agissant des autres postes, ils restent non significatifs mais peuvent toujours traduire une hausse du niveau des résultats l'année précédant l'opération. La différence de moyennes de la variation du BFR est positive (2,4% du total d'actif) et non significative au seuil de 10%. La variation des dotations aux amortissements en t-1 est négative (-0,3% du total d'actif) mais n'est significative qu'au regard du test de Wilcoxon (1%). Enfin, concernant la variation des reprises en t-1, elle est positive (0,7%). L'augmentation significative des dotations aux dépréciations et provisions entre t-3 et t-2 n'a en outre pas conduit à une augmentation significative des reprises entre t-2 et t-1.

A l'issue de ce travail, les résultats, même s'ils ne permettent pas de démontrer l'existence de choix discrétionnaires de la part des dirigeants des sociétés absorbantes avant l'opération, font apparaître des variations élevées des VCR totales à mesure que l'opération de fusion approche. Celles-ci auraient en outre essentiellement pour origine une diminution significative des postes de dotations aux dépréciations et provisions. Ces résultats apportent donc des faisceaux d'indices permettant de postuler une relation entre l'exercice de choix comptables et financiers des dirigeants et l'avènement de l'opération de fusion-absorption. L'estimation des VCR discrétionnaires vise justement à tester cette hypothèse. Elle fait logiquement l'objet de la section suivante.

2. Estimation des variables comptables de régularisation discrétionnaires

La phase précédente a permis de déterminer les VCR totales de chaque entreprise-année. Nous rapportons à présent les phases 2 et 3 dont les objectifs respectifs consistent à estimer les VCR normales et les VCR discrétionnaires. Ces phases correspondent d'une part à l'estimation du modèle de Jones modifié retenu puis à l'extraction des VCR discrétionnaires par différence entre les VCR totales et normales. L'estimation des VCR discrétionnaires doit nous permettre de tester l'hypothèse relative à l'existence d'une gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes l'année précédant l'opération. Pour ce faire et compte tenu de la phase précédente qui fait apparaître des variations significatives des composantes des VCR totales dès t-2, nous avons estimé les VCR discrétionnaires non seulement pour t-1 mais aussi pour t-2. Les estimations relatives à t-1 sont présentées tout d'abord (§1), suivent ensuite celles de t-2 (§2).

2.1. VCR discrétionnaires en t-1

Le modèle de Jones modifié est estimé par secteur d'activité et à partir des comptes des 4 années antérieures à celle précédant la fusion-absorption (de t-5 à t-2) des 107 sociétés absorbantes de l'échantillon. Nous disposons potentiellement de 428 observations-années (soit 107 sociétés pour chacune des 4 années). Compte tenu des observations manquantes et des observations aberrantes (observations standardisées par la moyenne présentant une valeur supérieure à 4 selon Hair et al. (2006)), seules 406 observations-années sont finalement exploitées pour estimer les paramètres du modèle. Ces paramètres sont obtenus en régressant les VCR totales de l'entreprise *i* selon la variation du chiffre d'affaires, le montant des immobilisations corporelles et le montant des flux de trésorerie de l'exercice de cette entreprise pour chaque période *t* :

$$\frac{VCRT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_i \frac{1}{TA_{it-1}} + \beta_{1i} \frac{VAR CA_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{2i} \frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} + \beta_{3i} \frac{FT_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Avec pour la société *i* à la période *t*,

VCRT : variables comptables de régularisation totales

TA : total de l'actif net

VAR CA : variation du chiffre d'affaires

IMMO : immobilisations corporelles brutes

FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3$: paramètres de régression

ε : terme d'erreur

Les résultats montrent que les modèles d'estimation par secteur d'activité expliquent une bonne proportion des VCR totales. En effet, les R² ajustés varient entre 31% et 96% et sont

statistiquement significatifs selon le test de Fisher aux seuils conventionnels de 1 et 5%. Le tableau n°4.33 suivant rapporte les différents coefficients de détermination et statistiques de Fisher obtenus pour chacun des modèles sectoriels.

Tableau n°4.33 : Coefficients de détermination et statistiques de Fisher des modèles sectoriels - Echantillon test (t-5 à t-2)

Modèles par secteur	Nombre d'observations	R ² ajusté	Statistique de Fisher	Sign.
(1) Energies et eau	20	0,967	187,355	0,000***
(2) Agro-alimentaire	16	0,444	4,991	0,018**
(3) Chimie, plastique, pharmacie	27	0,460	8,369	0,001***
(4) Métallurgie, sidérurgie	19	0,903	56,671	0,000***
(5) Machines et équipements	49	0,815	71,481	0,000***
(6) BTP, manutention	12	0,954	76,792	0,000***
(7) Textile, habillement	24	0,690	18,062	0,000***
(8) Haute technologie	94	0,422	23,635	0,000***
(9) Distribution	24	0,545	10,184	0,000***
(10) Services et communication	121	0,313	19,227	0,000***
Total	406			

***, ** respectivement significatifs à 1 et 5 %

Dix modèles de régression sont ainsi estimés, un pour chaque secteur d'activité. Ils servent à déterminer le montant des VCR normales par entreprise pour l'année test, soit celle qui précède l'année de la fusion (t-1). En moyenne, les coefficients estimés s'élèvent à 0,052 pour $\bar{\alpha}$, à -0,010 pour $\bar{\beta}_1$, à -0,055 pour $\bar{\beta}_2$ puis à -0,662 pour $\bar{\beta}_3$.

Nous traitons un exemple pour illustrer notre démarche. Ainsi, l'estimation du modèle d'ajustement du secteur 5 (Machines et équipements) fournit les résultats suivants :

Tableau n°4.34 : Estimation du modèle sectoriel n°5 pour l'échantillon test (t-5 à t-2)

Variabes	Coefficients	t de Student	Sign.
Constante	0,120	2,852	0,007***
VAR CA _{it} / TA _{it-1}	0,105	1,675	0,100*
IMMO _{it} / TA _{it-1}	-0,124	-1,978	0,054*
FT _{it} / TA _{it-1}	-0,893	-14,290	0,000***
R ² ajusté		0,815	
Fischer (signification)		71,481 (0,000)***	
Durbin-Watson		2,181	

***, * respectivement significatifs à 1 et 10 %

Pour chaque entreprise i du secteur 5, les VCR normales de t-1 sont alors estimées à partir de l'équation suivante :

$$\frac{VCRN_{it-1}}{TA_{it-2}} = 0,120 * \frac{1}{TA_{it-2}} + 0,105 * \frac{VAR CA_{it-1} - VAR CC_{it-1}}{TA_{it-2}} - 0,124 * \frac{IMMO_{it-1}}{TA_{it-2}} - 0,893 * \frac{FT_{it-1}}{TA_{it-2}}$$

Avec pour la société *i* à la période *t*,

VCRN : variables comptables de régularisation normales

TA : total de l'actif net

VAR CA : variation du chiffre d'affaires

VAR CC : variation des créances clients

IMMO : immobilisations corporelles brutes

FT : flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise

La part de VCR discrétionnaires en t-1 pour chaque société a ensuite été calculée par différence entre la valeur observée des VCR totales et le montant des VCR normales précédemment observées pour ladite société.

$$\frac{VCRD_{it-1}}{TA_{it-2}} = \frac{VCR_{it-1}}{TA_{it-2}} - \left[0,120 * \frac{1}{TA_{it-2}} + 0,105 * \frac{VAR CA_{it-1} - VAR CC_{it-1}}{TA_{it-2}} - 0,124 * \frac{IMMO_{it-1}}{TA_{it-2}} - 0,893 * \frac{FT_{it-1}}{TA_{it-2}} \right]$$

Avec pour la société *i* à la période *t*,

VCRD : variables comptables de régularisation discrétionnaires

En procédant de façon similaire pour les dix secteurs, nous obtenons les VCR discrétionnaires pour l'ensemble de notre échantillon. La moyenne des VCR discrétionnaires obtenus pour les 107 sociétés absorbantes de l'échantillon test s'élève alors à **4,3%** du total d'actif de l'exercice précédent et est statistiquement différente de zéro (t de Student = 1,974 ; sign. = 0,051).

Pour renforcer nos résultats, nous avons souhaité les confronter à ceux obtenus pour un échantillon de 107 sociétés de contrôle appariées selon leur secteur d'activité et leur taille. Pour ce faire, nous avons reproduit strictement la même méthodologie.

Contrairement à l'échantillon test, les résultats révèlent une absence de gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés de contrôle. En effet, la moyenne des VCR discrétionnaires en t-1 pour ces sociétés atteint -0,7% du total d'actif de l'exercice précédent. Celle-ci n'est pas significativement différente de zéro (t de Student = -0,347 ; sign. = 0,729). Ces résultats confirment donc l'idée selon laquelle seuls les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers visant à augmenter le niveau de leurs résultats uniquement l'année précédant une fusion-absorption.

Nous avons ensuite opéré une comparaison des niveaux moyens des VCR discrétionnaires obtenus pour chaque société test avec ceux estimés pour chaque société appariée de l'échantillon de contrôle. En procédant ainsi, nous cherchons à vérifier que la gestion des résultats des sociétés absorbantes est bien différente de celle des sociétés de contrôle. En

outre, il s'agit ici de montrer que les dirigeants des sociétés adoptent une gestion des résultats et ce en raison de l'opération de fusion-absorption. Les résultats obtenus font en l'occurrence apparaître une différence de moyenne des VCR discrétionnaires des sociétés test et de contrôle en t-1 de l'ordre de 5,0% du total d'actif de l'exercice antérieur. Celle-ci est statistiquement différente de zéro au seuil de 10% selon les tests paramétriques et non paramétriques de Student (t de Student = 1,793 ; sign. = 0,076) et de Wilcoxon (z = -1,846 ; sign = 0,065). Ces résultats confirment donc l'existence de choix comptables et financiers augmentant le niveau des résultats l'année précédant l'opération pour les sociétés absorbantes. Le tableau n°4.35 synthétise les résultats obtenus en t-1 pour les 107 sociétés tests et de contrôle.

Tableau n°4.35 : Statistiques des VCR discrétionnaires de l'année précédant l'opération (t-1) et comparaison de moyennes entre l'échantillon test et de contrôle
(Standardisées par le total actif de t-2)

VCR discrétionnaires	Moyenne	Ecart-type	t de Student (sign)	Diff. Moyen	Test (Sign.)
Echantillon test	0,043	0,225	1,974 (0,051 [*])	0,050	t = 1,793 (0,076 [*]) z = -1,846 (0,065 ^z)
Echantillon de contrôle	-0,007	0,216	-0,347 (0,729 ^{ns})		

*Ns : non significatif, * significatif à 10%, t : test t de Student, z : test z de Wilcoxon*

Pour que l'hypothèse H1 soit entièrement acceptée, il convient de vérifier que les dirigeants des sociétés absorbantes n'adoptent pas de choix comptables et financiers discrétionnaires dès t-2. Pour cette raison, nous réitérons nos calculs et tests pour estimer les VCR discrétionnaires de l'exercice t-2.

2.2. VCR discrétionnaires en t-2

Le modèle de Jones modifié est cette fois-ci estimé par secteur d'activité mais à partir des comptes des 3 années avant t-2 (de t-5 à t-3) pour les 107 sociétés absorbantes de l'échantillon test. Nous disposons potentiellement de 321 observations-années (soit 107 sociétés pour chacune des 3 années). Au final, seules 302 observations-années sont exploitables pour estimer les paramètres du modèle.

Les modèles sectoriels disposent également d'un pouvoir explicatif des VCR totales relativement important compris entre 10 et 97%. Ceux-ci sont tous significatifs au seuil de 1% selon le test de Fischer à l'exception du secteur 2 qui devient non significatif. Cette situation nous contraint à exclure les sociétés de ce secteur pour le calcul des VCR discrétionnaires de t-2. Elles sont au nombre de 4.

Tableau n°4.36 : Coefficients de détermination et statistiques de Fisher des modèles sectoriels -
Echantillon test (t-5 à t-3)

Modèles par secteur	Nombre d'observations	R ² ajusté	Statistique de Fisher	Sign.
(1) Energies et eau	15	0,970	151,563	0,000***
(2) Agro-alimentaire	12	0,104	1,426	0,305 ^{ns}
(3) Chimie, plastique, pharmacie	19	0,594	9,762	0,001***
(4) Métallurgie, sidérurgie	14	0,929	57,323	0,000***
(5) Machines et équipements	36	0,826	56,516	0,000***
(6) BTP, manutention	9	0,950	52,006	0,000***
(7) Textile, habillement	18	0,652	11,615	0,000***
(8) Haute technologie	70	0,298	10,781	0,000***
(9) Distribution	18	0,517	7,064	0,004***
(10) Services et communication	91	0,260	11,534	0,000***
Total	302			

Ns : non significatif, *** significatif à 1%

En moyenne, les coefficients estimés à partir des 9 ajustements sectoriels s'élèvent à 0,032 pour $\bar{\alpha}$, à -0,019 pour $\bar{\beta}_1$, à -0,044 pour $\bar{\beta}_2$ puis à -0,592 pour $\bar{\beta}_3$. Ils restent relativement proches de ceux obtenus pour les ajustements sur 4 années (de t-5 à t-2). L'estimation des VCR discrétionnaires résultant de ces modèles montre alors contrairement à t-1 une absence de gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés absorbantes. En effet, la moyenne des VCR discrétionnaires en t-2 atteint 0,3% du total d'actif de l'exercice précédent. Celle-ci n'est pas significativement différente de zéro (t de Student = 0,197 ; sign. = 0,844). Ces résultats confirment donc l'idée selon laquelle les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent des choix comptables et financiers visant à augmenter le niveau de leurs résultats l'année précédant une fusion-absorption.

S'agissant de l'échantillon de contrôle, les résultats suggèrent une absence de gestion des résultats de la part des dirigeants en t-2, le niveau moyen des VCR discrétionnaires étant de -0,6% mais non significativement différent de zéro (t de Student = -0,305 ; sign. = 0,761).

Enfin concernant la comparaison des VCR discrétionnaires de l'échantillon test avec ceux de l'échantillon de contrôle, les résultats suggèrent une absence de différence de moyenne significative (0,8% du total d'actif de l'exercice antérieur) au seuil conventionnel de 10%, ceci quel que soit le test (t de Student = 0,298 ; sign. = 0,767) et de Wilcoxon (z = -0,037 ; sign = 0,971). Cela conforte donc l'idée selon laquelle il y a une absence de gestion des résultats de la part des dirigeants des sociétés absorbantes en t-2. Le tableau n°4.37 suivant synthétise les résultats obtenus en t-2 pour les 103 sociétés tests et de contrôle.

Tableau n°4.37 : Statistiques des VCR discrétionnaires de l'année t-2 avant l'opération et comparaison de moyennes entre l'échantillon test et de contrôle
(Standardisées par le total actif de t-3)

VCR discrétionnaires	Moyenne	Ecart-type	T de Student (sign)	Diff. Moyen	Test (Sign.)
Echantillon test	0,003	0,168	0,197 (0,844 ^{ns})	0,008	t = 0,298 (0,767 ^{ns}) z = 0,037 (0,971 ^{ns})
Echantillon de contrôle	-0,006	0,198	-0,305 (0,761 ^{ns})		

Ns : non significatif, * significatif à 10%, t : test t de Student, z : test z de Wilcoxon

Ces résultats confirment donc l'adoption de choix comptables et financiers augmentant le niveau des résultats par les dirigeants des sociétés absorbantes, et ce uniquement l'année précédant l'opération. **L'hypothèse 1** est donc **acceptée**.

A l'issue de ce travail sur l'identification des comportements comptables des dirigeants, il ressort que ces dirigeants adoptent bien des choix comptables et financiers, et ce uniquement l'année précédant l'opération. En effet, les résultats révèlent que :

- (1) les choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants sont positifs et s'élèvent en moyenne à 4,3% du total d'actif précédent,
- (2) aucun indice de gestion des résultats n'apparaît pour les années précédentes et,
- (3) aucun indice de gestion des résultats n'apparaît pour les sociétés de l'échantillon de contrôle.

Ces résultats témoignent donc de la volonté des dirigeants des sociétés absorbantes d'améliorer le résultat de leur entreprise juste avant l'opération. Ils confortent la littérature existante validant la gestion à la hausse des résultats dans le cadre d'autres opérations de fusion-acquisition. Ils sont en outre très proches des résultats obtenus par Erickson et Wang (1999), Sundgren (2003), Francoeur et Rakoto (2006), Asano et al. (2007) ou encore Botsari et Meeks (2008) qui obtiennent la preuve d'une gestion à la hausse des résultats comprise entre 2 et 6%.

3. Identification des déterminants

Notre objectif consiste à présent à tester la validité des hypothèses de recherche quant aux facteurs qui expliquent les choix comptables et financiers précédemment identifiés. Afin d'y parvenir, nous procédons à l'estimation des modèles de régression multiple tels que spécifiés au chapitre 3. La présentation des résultats est opérée en 3 temps. En effet, avant d'analyser les résultats à proprement dit, il convient de procéder à des analyses descriptives des variables explicatives des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes (§3.1). Ensuite et une fois les conditions nécessaires à la validité des résultats

des régressions multiples vérifiées, ceux-ci sont présentés (§3.2). Dans un troisième temps, nous proposons et procédons à des analyses complémentaires qui doivent permettre de conforter l'ensemble de nos résultats. Celles-ci intègrent des améliorations aux modèles de régression initialement testés (§3.3).

3.1. Statistiques descriptives des variables explicatives

3.1.1. Analyse globale de l'échantillon

L'ensemble des traitements statistiques qui suivent portent sur un échantillon de 98 sociétés. Si nous disposions des VCR discrétionnaires pour 107 sociétés absorbantes, certaines observations ont toutefois dû être exclues des analyses de régression en raison de données manquantes ou de leur caractère extrême selon la statistique DIFFITS⁸⁶. Le tableau n°4.38 présente les statistiques descriptives des variables explicatives pour l'échantillon global.

Tableau n°4.38 : Statistiques descriptives des variables explicatives - Echantillon global (n = 98)

	Moyenne / Fréquence	Ecart-type	Centiles		
			25	50	75
DETERMINANTS CONTEXTUELS					
Taille relative	0,500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dilution	0,724	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Initiative de l'opération	0,500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nature de l'opération	0,265	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Utilisation des critères comptables	0,582	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DETERMINANTS POLITICO-CONTRACTUELS					
Investisseurs instit. prépondérants	0,245	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Famille prépondérante	0,133	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dirigeant prépondérant	0,286	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% droits de vote du dirigeant	0,220	0,262	0,000	0,072	0,424
Au moins un grand CAF	0,286	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Au moins un grand CAC	0,816	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% administrateurs indépendants	0,209	0,183	0,068	0,179	0,333
Dettes fin. / capitaux propres	0,589	0,849	0,114	0,391	0,769
Résultat net non manip. / total actif	0,003	0,082	-0,031	0,005	0,038
Ln total actif	12,183	2,010	10,720	11,969	13,588

Variables binaires : Taille relative (1 : ratio > médiane de l'échantillon ; 0 sinon), Dilution (1 : % variation droits de vote des principaux actionnaires < 0 ; 0 sinon), Initiative (1 : initiatrice ; 0 : cible), Nature (1 : prise de contrôle ; 0 : restructuration), Utilisation des critères comptables (1 : oui ; 0 : sinon), Investisseurs institutionnels – famille – dirigeant prépondérants (1 : prépondérant ; 0 : sinon), Au moins un grand CAF – CAC (1 : oui ; 0 : sinon), n.a. : non applicable

⁸⁶Une observation est considérée comme extrême (Jolibert et Jourdan, 2006, p.285) lorsque la statistique DIFFITS (différence dans l'estimation) est supérieure à 1 dans le cas d'un échantillon de petite taille et à $2 \cdot \sqrt{\frac{p}{n}}$ dans le cas d'un échantillon de grande taille (p et n étant respectivement le nombre de variables explicatives du modèle et le nombre d'observations).

L'analyse des fréquences des variables binaires montre que pour 72,4 % des 98 sociétés composant l'échantillon, l'opération a conduit à des effets dilutifs pour les principaux actionnaires de l'absorbante. Il apparaît que l'échantillon se compose pour moitié de sociétés absorbantes initiatives et cibles de l'opération. Les fusions correspondent en outre à des prises de contrôle dans 26,5% des opérations et donc à des restructurations dans 73,5% des cas. Dans 58,2% des 98 opérations, au moins un critère comptable a été utilisé.

S'agissant des variables de gouvernance, il ressort que les sociétés absorbantes disposent d'un actionnariat concentré (> 1/3 des droits de vote) dans près de 66% des opérations. Ce pourcentage est inférieur à celui constaté (83,6%) par Benkraïem (2007b) lorsque le seuil de concentration est fixé à 20% du capital mais relativement proche des 71% observés par Djama (2002) lorsque ce seuil est porté à 1/3 du capital⁸⁷. Il ressort de la scission de ce pourcentage selon la nature de l'actionnaire prépondérant que dans respectivement 24,5%, 13,3% et 28,6% des cas, il s'agit d'investisseurs institutionnels, d'une famille non dirigeante et du dirigeant avec sa famille.

L'analyse de la nature des auditeurs révèle enfin que dans 28,6% des opérations, au moins un commissaire à la fusion appartient à un grand cabinet d'audit international et français. Le pourcentage d'opérations où au moins un commissaire aux comptes fait partie d'un grand cabinet est quant à lui de 81,6%. Ce pourcentage est largement supérieur à ceux relevés pour les échantillons de Mard (2002) et Benkraïem (2007b), respectivement 44% et 50%. Il reste toutefois relativement proche de ceux de Jeanjean (2002) et Djama (2002) pour lesquels le pourcentage atteint 72% et 69%. La prise en compte des cabinets Mazars et RSM Salustro Reydel contribue vraisemblablement à expliquer cette supériorité.

L'analyse des statistiques des variables continues montre tout d'abord que les dirigeants détiennent en moyenne 22 % des droits de vote de leur société. La distribution est relativement dispersée, l'écart-type étant de 26,2%. Dans 75% des cas, les dirigeants détiennent moins de 42% des droits de vote de leur société. Si la moyenne des détentions en droits de vote est supérieure à celle constatée par Mard (2002) égale à 9,4% du capital, celle-ci est toutefois comparable aux 17,86% de droits de vote observés par Jeanjean (2002) sur le marché français ainsi qu'aux 20% obtenus par Erickson et Wang (1999) pour leur échantillon de sociétés acquéreuses dans le contexte américain.

⁸⁷ A titre complémentaire, Amann et al. (2007) indiquent que 48% des sociétés du SBF 120 sont contrôlées par un actionnaire de référence détenant au moins un tiers du capital.

S'agissant du pourcentage d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ou de surveillance, il s'élève en moyenne pour notre échantillon à 20,9%. Dans près de 75% des sociétés, ces administrateurs représentent moins de 1/3 de la taille de leur conseil. Ce résultat s'il semble conforme à ceux obtenus par Pochet et Yeo (2004) avec 19% d'administrateurs indépendants ainsi qu'à Benkraïem (2007b) avec 13%, marque de nouveau la faible représentation de ces administrateurs au sein des conseils d'administration ou de surveillance français, et ce en dépit des recommandations des rapports Vienot II et Bouton (2002) préconisant respectivement un seuil de 1/3 d'administrateurs indépendants et 1/2 lorsque le capital est dispersé et dépourvu d'actionnaires de contrôle.

Ensuite, les sociétés absorbantes de notre échantillon présentent un ratio d'endettement (dettes financières / capitaux propres) relativement faibles, de l'ordre de 59%. Pour les ¾ des sociétés absorbantes, ce ratio n'excède pas 77%. Dans le contexte français, Saada (1995) puis Mard (2002) qui mobilisent également ce ratio mais à partir des comptes consolidés obtiennent des pourcentages supérieurs avec respectivement 87% et 70%. Le résultat net (retraité des VCR discrétionnaires) atteint en moyenne 0,3% du total d'actif. Toutefois, la distribution de l'échantillon semble assez dispersée au regard de l'écart-type qui équivaut à 8,2% du total d'actif. Un quart de l'échantillon présente en l'espèce un résultat net réel négatif en deçà de 3,1% du total d'actif alors qu'un autre quart atteint un résultat net réel positif supérieur à 3,8%. Quant à la variable de la taille (ln total d'actif), elle s'élève en moyenne à 12,183, ce qui est comparable aux chiffres observés par Mard (2002) et Djama (2002), soit respectivement 13,40 et 13,60. Comme eux, la distribution de cette variable est concentrée autour de la moyenne, l'écart-type étant égal à 2,01.

3.1.2. Analyse par sous-échantillon

Nous affinons notre analyse en scindant l'échantillon en deux sous-échantillons selon que l'absorbante est à l'initiative ou la cible de l'opération. Le tableau n°4.39 confronte les résultats obtenus pour les deux échantillons.

Tableau n°4.39 : Statistiques descriptives des variables explicatives - Echantillons scindés

	ECHANTILLON CIBLES (n=49)					ECHANTILLON INITIATRICES (n=49)					Dif. Moyen. ^{88 89}	
	Moy. / Fréq.	Ecart-type	Centiles			Moy. / Fréq.	Ecart-type	Centiles			t / Chi ²	(sign)
			25	50	75			25	50	75		
DETERMINANTS CONTEXTUELS												
Taille relative	0,694	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,306	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,735	0,000 ^{***}
Dilution	0,693	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,755	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,460	0,498 ^{ns}
Nature de l'opération	0,204	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,327	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,885	0,170 ^{ns}
Utilisation des critères comptables	0,429	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,735	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,435	0,002 ^{***}
DETERMINANTS POLITICO-CONTRACTUELS												
Investisseurs instit. prépondérants	0,163	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,327	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,532	0,060 [*]
Famille prépondérante	0,143	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,122	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,089	0,766 ^{ns}
Dirigeant prépondérant	0,429	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,143	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,800	0,002 ^{***}
% droits de vote du dirigeant	0,288	0,284	0,000	0,248	0,535	0,151	0,221	0,000	0,000	0,271	2,672	0,009 ^{***}
Au moins un grand CAF	0,245	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,327	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,800	0,371 ^{ns}
Au moins un grand CAC	0,735	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,898	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,356	0,037 ^{**}
% administrateurs indépendants	0,231	0,184	0,143	0,250	0,333	0,187	0,180	0,029	0,143	0,286	1,183	0,240 ^{ns}
Dettes fin. / capitaux propres	0,646	1,097	0,094	0,331	0,737	0,533	0,498	0,124	0,403	0,781	0,655	0,514 ^{ns}
Résultat net non manip. / total actif	0,002	0,083	-0,032	0,004	0,042	0,003	0,081	-0,031	0,005	0,029	-0,072	0,943 ^{ns}
Ln total actif	11,567	1,828	10,248	11,580	12,421	12,799	2,013	11,292	12,923	14,337	-3,172	0,002 ^{***}

Variables binaires : Taille relative (1 : ratio > médiane de l'échantillon ; 0 : sinon), Dilution (1 : % variation droits de vote des principaux actionnaires < 0 ; 0 sinon), Initiative (1 : initiatrice ; 0 : cible), Nature (1 : prise de contrôle ; 0 : restructuration), Utilisation des critères comptables (1 : oui ; 0 : sinon), Investisseurs institutionnels – famille – dirigeant prépondérants (1 : prépondérant ; 0 : sinon), Au moins un grand CAF – CAC (1 : oui ; 0 : sinon), ^{***}, ^{**}, ^{*} respectivement significatif au seuil de 1, 5 et 10%, ^{ns} : non significatif, n.a. : non applicable

Il apparaît que dans près de 69,4% des 49 fusions où la société absorbante est la cible de l'opération, la taille relative de l'opération pour cette dernière est importante. Lorsque la société absorbante est à l'inverse l'initiatrice de l'opération, ce pourcentage est statistiquement différent et n'atteint que 30%. Ce résultat suggère donc que les opérations pour lesquelles la valeur relative de l'absorbée par rapport à celle de l'absorbante est parmi les plus élevées correspondent plus souvent à des fusions à l'envers (initiatrice = absorbée) qu'à l'endroit (initiatrice = absorbante). La valeur relative des sociétés initiatrices (cibles)

⁸⁸ Nous opérons un test de Student pour les variables continues et un test du Chi² pour les variables binaires.

⁸⁹ Les résultats du test z de Mann-Whitney (test non paramétrique) ne sont pas reportés ici. Ils sont strictement identiques aux résultats du test de Student.

par rapport à celle des cibles (initiatrices) est autrement dit généralement plus élevée (faible).

Pour respectivement 69,3% des sociétés absorbantes cibles et 75,5% des sociétés absorbantes initiatrices, l'opération a conduit à des effets dilutifs.

Les opérations correspondent essentiellement à des restructurations et ce quelle que soit l'initiative de l'opération, respectivement dans 79,6% et 67,3% de nos deux échantillons.

La lecture du tableau n°4.39 indique ensuite que l'utilisation des critères comptables est substantiellement différente selon l'échantillon considéré. Les sociétés absorbantes initiatrices recourent de manière récurrente à au moins un critère comptable (dans 73,5% des cas) alors que les absorbantes cibles n'y font référence que dans 42,9% des cas. Ce résultat s'il montre une différence statistiquement significative, rejoint logiquement les observations opérées dans la section précédente et peut suggérer une éventuelle stratégie de sélection des critères destinée à influencer la parité, la répartition sectorielle des sociétés au sein de chaque échantillon étant sensiblement identique.

Concernant les variables explicatives relatives aux déterminants politico-contractuels, il ressort essentiellement que les sociétés absorbantes initiatrices disposent plus fréquemment d'investisseurs institutionnels prépondérants (dans 32,7% des cas) que les cibles (dans 16,3% des cas) et qu'inversement, les dirigeants sont plus souvent prépondérants chez les sociétés cibles absorbantes (dans 42,9% des opérations contre 14,3% pour l'échantillon d'initiatrices). Le pourcentage de détention de ces derniers s'élève ainsi en moyenne à 28,8% des droits de vote des sociétés lorsqu'elles sont cibles et à 15,5% des sociétés lorsqu'elles sont initiatrices.

Les commissaires aux comptes des sociétés absorbantes initiatrices appartiennent en outre plus souvent à un grand cabinet d'audit que lorsqu'elles sont cibles. Quant à la taille moyenne des sociétés absorbantes initiatrices, elle atteint 12,799 et est statistiquement supérieure à celle des sociétés absorbantes cibles égale à 11,567. La confrontation des variables restantes (la nature des commissaires à la fusion, le pourcentage d'administrateurs indépendants, l'endettement et le résultat réel) ne montre pas de différence significative entre les deux sous-échantillons.

3.2. Résultats des modèles de régression multiple (MCO)

Les résultats des modèles de régression multiple sont présentés dans un premier temps pour l'ensemble des sociétés absorbantes de notre échantillon (§3.2.1). Suivent ensuite ceux relatifs aux deux sous-échantillons d'analyse, selon que l'absorbante est à l'initiative ou la cible de l'opération (§3.2.2).

3.2.1. Analyse globale de l'échantillon

3.2.1.1. Analyse préalable des données

L'exploitation des résultats des modèles de régression multiple requiert au préalable que les hypothèses relatives à l'estimation des ajustements selon la technique des moindres carrés ordinaires soient respectées. La matrice des corrélations (tableau n°4.40) permet en l'espèce d'obtenir une première vision de l'existence d'un problème de multicolinéarité entre les variables explicatives. La matrice révèle des corrélations statistiquement significatives entre d'un côté la variable initiative de l'opération et de l'autre les variables liées à la taille relative de l'opération, l'utilisation des critères comptables, la présence d'investisseurs institutionnels prépondérants, la présence de dirigeants prépondérants, le pourcentage de droits de vote détenus par les dirigeants, la nature des commissaires aux comptes ainsi que la taille de l'absorbante. Ces résultats confortent les statistiques descriptives précédentes révélant des différences de moyennes significatives entre les échantillons de sociétés cibles et initiatrices.

D'autres corrélations significatives sont observées. Parmi les plus élevées, il est possible de citer celles liant négativement la taille de l'absorbante et l'endettement à la présence de dirigeants prépondérants ou à leur pourcentage de détention en droits de vote. Les sociétés dont les principaux actionnaires sont les dirigeants (accompagnés de leur famille) sont en d'autres termes généralement de plus petite taille et moins endettées. Il existe par ailleurs une corrélation positive entre la taille de l'absorbante et la taille relative de l'opération. La taille relative de l'opération est d'autant plus grande pour les absorbantes qu'elles sont petites.

Nous observons d'autre part une corrélation positive entre la taille de l'absorbante et l'appartenance des commissaires aux comptes à un grand cabinet d'audit. A l'instar de nos prédécesseurs (dont [Mard, 2002](#) ; [Djama, 2002](#) ; [Benkraïem, 2007b](#)), les plus grandes sociétés de notre échantillon font donc plus souvent appel à des grands cabinets d'audit.

Tableau n°4.40 : Matrice des corrélations des variables explicatives – Echantillon global

	TREL	DIL	INIT	NAT	UCC	BLOCZ	BLOCF	BLOCD	DIR	CAF	CAC	ADM	DETTES	RNNM	TAILLE
TREL	1		-0,388 0,000***	-0,139 0,173	-0,062 0,544	0,000 1,000	0,150 0,139	0,136 0,183	-0,008 0,941	-0,181 0,075*	-0,053 0,606	-0,051 0,618	0,082 0,424	-0,030 0,772	-0,234 0,020**
DIL		1	0,069 0,503	0,008 0,934	-0,014 0,893	-0,074 0,471	0,039 0,702	0,137 0,178	0,154 0,129	0,188 0,064*	0,120 0,238	-0,104 0,309	0,127 0,213	-0,151 0,137	0,030 0,767
INIT			1	0,139 0,173	0,310 0,002*	0,190 0,061*	-0,030 0,769	-0,316 0,002***	-0,263 0,009***	0,090 0,376	0,211 0,037**	-0,120 0,240	-0,067 0,514	0,007 0,943	0,308 0,002***
NAT				1	-0,146 0,151	-0,181 0,075*	-0,031 0,765	-0,175 0,084*	-0,105 0,304	-0,124 0,223	0,106 0,299	-0,092 0,369	0,074 0,468	-0,045 0,658	0,090 0,376
UCC					1	0,387 0,000***	0,027 0,794	-0,196 0,053*	-0,158 0,121	-0,105 0,305	-0,082 0,423	-0,006 0,954	0,053 0,607	0,007 0,947	0,039 0,707
BLOCZ						1	-0,223 0,028**	-0,255 0,011**	-0,315 0,002***	-0,098 0,339	-0,036 0,723	-0,155 0,128	0,021 0,841	-0,090 0,379	0,027 0,794
BLOCF							1	-0,247 0,014**	-0,284 0,005***	-0,048 0,642	0,030 0,768	0,010 0,924	0,113 0,267	0,109 0,286	0,049 0,631
BLOCD								1	0,895 0,000***	0,000 1,000	-0,167 0,101	0,046 0,651	-0,179 0,078*	0,053 0,601	-0,402 0,000***
DIR									1	0,025 0,811	-0,140 0,168	0,047 0,647	-0,227 0,025**	0,058 0,573	-0,483 0,000***
CAF										1	-0,050 0,625	-0,078 0,446	-0,079 0,438	0,004 0,967	0,008 0,941
CAC											1	0,001 0,991	0,001 0,993	-0,259 0,010***	0,334 0,001***
ADM												1	0,083 0,417	0,210 0,039**	0,142 0,162
DETTES													1	-0,048 0,637	0,133 0,192
RNNM														1	0,064 0,532
TAILLE															1

***, **, * coefficients de Pearson respectivement significatifs à 1, 5 et 10%

Les sociétés les plus performantes sont aussi celles qui disposent d'un nombre d'administrateurs indépendants le plus important. Ce résultat va dans le sens des travaux s'inscrivant dans le cadre de la théorie du gouvernement d'entreprise et postulant un impact positif de la présence d'administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise (Baysinger et Butler, 1985 ; Rosenstein et Wyatt, 1990 ; Pearce et Zahra, 1992 ainsi que Charreaux, 1991 dans le contexte français).

Enfin, outre les corrélations prévisibles entre les variables de présence d'investisseurs institutionnels, de famille ou de dirigeant prépondérants, une corrélation potentiellement problématique pour l'estimation des modèles de régression apparaît. En effet, la variable présence d'un dirigeant prépondérant est fortement corrélée ($r = 0,895$, $\text{sign} = 0,000$) avec la variable pourcentage de détention en droits de vote du dirigeant, suggérant dès lors l'existence d'un problème de multicollinéarité.

Si la matrice de corrélation de Pearson ne révèle pas dans l'ensemble de corrélations significativement problématiques, la dernière corrélation requiert à l'inverse un examen plus poussé des coefficients VIF afin de s'assurer de l'existence d'un problème de multicollinéarité. Les deux variables en question présentent des coefficients VIF équivalents à 6 (selon les modèles) bien au-delà du seuil de 4 comme le préconise Evrard et al. (2003, p.496). A l'inverse, les autres variables ne présentent pas de VIF supérieurs à 1,80. Ces résultats nous conduisent à éliminer l'une des deux variables lors du calcul des modèles « dirigeants » afin de garantir la stabilité des coefficients estimés. Nous procédons par conséquent à l'estimation des différents modèles en retirant la variable présence d'un dirigeant prépondérant⁹⁰.

Les différents modèles de régression estimés sur l'échantillon dans sa globalité ont des coefficients R^2 ajustés très proches compris entre 52,2% et 53,1%. Celui considérant l'actionnariat prépondérant du dirigeant a un pouvoir explicatif légèrement supérieur aux deux autres. Tous les coefficients sont statistiquement significatifs au seuil de 1% selon le test de Fischer. Ces résultats traduisent la bonne qualité d'ajustement de nos modèles de régression. L'examen des tests de Kolmogorov-Smirnov ainsi que de Breusch-Pagan nous permet de garantir le respect des hypothèses de normalité et d'homoscédasticité des termes d'erreur, ceux-ci n'étant pas statistiquement significatifs. L'ensemble de ces résultats est repris dans le tableau n°4.41 suivant.

⁹⁰ Quelle que soit la variable retirée, les résultats obtenus sont identiques. L'annexe n°11 présente les résultats lorsque la variable de détention en droits de vote des dirigeants est cette fois-ci éliminée.

Tableau n°4.41 : Pouvoir explicatif et validité des modèles de régression multiple
Echantillon global (n = 98)

MODELE 1			
	INV. INSTIT.	FAMILLE	DIRIGEANT
R ² ajustée	0,522	0,523	0,528
Fisher (sign)	9,151 (0,000)***	9,167 (0,000)***	10,032 (0,000)***
Kolmogorov-Smirnov (sign)	0,718 (0,682)	0,752 (0,623)	0,718 (0,681)
Breusch-Pagan - Chi ² (sign)	0,11 (0,734)	0,12 (0,733)	0,11 (0,734)
MODELE 2			
	INV. INSTIT.	FAMILLE	DIRIGEANT
R ² ajustée	0,525	0,526	0,531
Fisher (sign)	9,934(0,000)***	9,969 (0,000)***	10,965 (0,000)***
Kolmogorov-Smirnov (sign)	0,687(0,733)	0,646 (0,798)	0,687 (0,733)
Breusch-Pagan - Chi ² (sign)	0,16(0,692)	0,18 (0,673)	0,16 (0,692)

*** significatif à 1%

3.2.1.2. Résultats et discussion pour l'échantillon global

Les présupposés relatifs à l'estimation des modèles de régression selon la technique des moindres carrés ordinaires (normalité et homoscedasticité des résidus) étant vérifiés, les résultats des modèles d'estimation 1 et 2 sont à présent exposés (tableau n°4.42).

L'examen des estimations du modèle 1, qui considère la taille relative de l'opération et les effets dilutifs isolément, montre que les résultats sont similaires quel que soit l'actionnaire prépondérant considéré. Les variables INIT, ADM ainsi que RNNM ont notamment des coefficients conformes aux anticipations et significatifs à 10%, 5% et 1%. En revanche, les variables UCC et DETTES ont des coefficients contraires au sens attendu et sont statistiquement significatifs. Ainsi, lorsque la société absorbante est à l'initiative d'une opération de fusion-absorption, elle adopte plus de choix comptables et financiers que lorsqu'elle en est la cible (Betas compris entre 0,171 et 0,173 et significatifs à 10%). Ce résultat soutient donc l'hypothèse H4. Plusieurs explications peuvent le justifier. D'une, les dirigeants initiateurs chercheraient à minimiser le coût de l'opération alors que les dirigeants cibles ne chercheraient pas nécessairement à augmenter la valeur de leur entreprise pour obtenir une rémunération maximale pour leurs actionnaires. Dans ce dernier cas, les dirigeants, agissant pour préserver leurs propres intérêts personnels, peuvent adopter une gestion des résultats moindre voire même négative et ce aux dépens de leurs actionnaires. De deux, les dirigeants lorsqu'ils sont les initiateurs peuvent anticiper l'opération et disposer du temps nécessaire pour planifier leur politique comptable avant l'opération alors que ce n'est pas forcément possible pour les dirigeants des sociétés cibles (Erickson et Wang, 1999 ; Thauvron, 2000 a, 2000b).

Tableau n°4.42 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (MCO) – Echantillon global (n = 98)

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)
Constante (B)		0,017	0,283 (0,778)	0,014	0,242 (0,809)	0,017	0,290 (0,773)	0,037	0,653 (0,515)	0,033	0,587 (0,559)	0,037	0,675 (0,501)
TREL	+	0,120	1,479 (0,143)	0,118	1,450 (0,151)	0,120	1,490 (0,140)	.	.	.	.	.	.
DIL	+	0,083	1,086 (0,281)	0,080	1,035 (0,303)	0,083	1,092 (0,278)	.	.	.	.	.	.
TREL * DIL	+	0,126	1,708 (0,091)*	0,123	1,666 (0,099)*	0,126	1,721 (0,089)*
INIT	+	0,172	1,937 (0,056)*	0,173	1,955 (0,054)*	0,171	1,952 (0,054)*	0,149	1,779 (0,079)*	0,151	1,811 (0,074)*	0,149	1,795 (0,076)*
NAT	-	-0,083	-1,084 (0,281)	-0,082	-1,096 (0,276)	-0,083	-1,116 (0,267)	-0,090	-1,179 (0,242)	-0,088	-1,187 (0,239)	-0,090	-1,215 (0,228)
UCC	+	-0,159	-1,947 (0,055)*	-0,159	-2,029 (0,046)**	-0,159	-2,042 (0,044)**	-0,152	-1,863 (0,066)*	-0,152	-1,940 (0,056)*	-0,152	-1,950 (0,054)*
BLOC	+	-0,001	-0,009 (0,992)	0,023	0,295 (0,768)	.	.	0,000	0,000 (1,000)	0,031	0,416 (0,679)	.	.
DIR	+	0,014	0,149 (0,882)	0,023	0,244 (0,808)	0,014	0,159 (0,874)	0,009	0,103 (0,918)	0,021	0,234 (0,816)	0,009	0,109 (0,913)
GCAC	-	0,064	0,791 (0,431)	0,062	0,771 (0,443)	0,064	0,797 (0,428)	0,072	0,895 (0,373)	0,069	0,861 (0,392)	0,072	0,901 (0,370)
GCAF	-	-0,017	-0,227 (0,821)	-0,016	-0,215 (0,831)	-0,017	-0,228 (0,820)	-0,017	-0,231 (0,818)	-0,016	-0,221 (0,826)	-0,017	-0,234 (0,816)
ADM	-	-0,165	-2,169 (0,033)**	-0,165	-2,194 (0,031)**	-0,165	-2,202 (0,030)**	-0,168	-2,218 (0,029)**	-0,168	-2,243 (0,027)**	-0,168	-2,253 (0,027)**
DETTES	+	-0,203	-2,692 (0,009)***	-0,203	-2,700 (0,008)***	-0,203	-2,709 (0,008)***	-0,207	-2,759 (0,007)***	-0,208	-2,775 (0,007)***	-0,207	-2,776 (0,007)***
RNNM	-	-0,618	-8,064 (0,000)***	-0,622	-8,011 (0,000)***	-0,618	-8,129 (0,000)***	-0,623	-8,216 (0,000)***	-0,628	-8,200 (0,000)***	-0,623	-8,283 (0,000)***
TAILLE	+	0,053	0,576 (0,566)	0,056	0,610 (0,544)	0,053	0,583 (0,561)	0,048	0,538 (0,592)	0,052	0,585 (0,560)	0,048	0,544 (0,588)

***, **, * coefficients Beta respectivement significatifs à 1, 5 et 10%, t : test t de Student

Il apparaît ensuite que plus la proportion d'administrateurs indépendants prenant part au conseil d'administration ou de surveillance est importante, moins les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers (Betas de -0,165 et significatifs à 5%). Ce résultat est lui aussi conforme aux prévisions et soutient l'hypothèse H10 selon laquelle la présence d'administrateurs indépendants conduit à un contrôle plus strict des pratiques comptables des dirigeants, les dissuadant alors d'adopter une gestion des résultats. Il va dans le sens des rapports Vienot et Bouton qui préconisent l'ouverture des conseils à ce type d'administrateurs pour améliorer la qualité du contrôle des conseils d'administration et de surveillance ainsi que la défense de l'intérêt social. Nous rejoignons ainsi les conclusions de plusieurs recherches dans le contexte français, à savoir Jeanjean (2002), Piot et Janin (2004, 2005) ainsi que Benkraïem (2007b).

S'agissant de la performance, il ressort que plus elle est faible plus les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers augmentant la valeur de leurs résultats. Cette variable est déterminante dans l'explication du niveau de gestion des résultats puisque les Betas sont cette fois-ci compris entre -0,618 et -0,622 et significatifs à 1%. Ce résultat soutient l'hypothèse H12, les dirigeants ayant en effet tout intérêt à présenter des performances les plus importantes possibles lors de la négociation des termes de l'opération, l'incitation est d'autant plus forte que les résultats sont initialement plus faibles.

L'examen des résultats montre par ailleurs que l'utilisation des critères comptables influence le niveau de gestion des résultats. Cependant contrairement à l'hypothèse H6 selon laquelle l'utilisation de critères comptables pour fixer la parité facilite l'adoption de choix comptables et financiers augmentant le niveau des bénéfices de l'absorbante, le modèle 1 suggère que pour l'échantillon considéré dans sa globalité la gestion des résultats est plus faible lorsque les dirigeants font appel à des critères comptables pour justifier la parité d'échange retenue (Betas de -0,159 et significatifs 10 ou 5%). Une explication à ce résultat pourrait éventuellement résider dans la surveillance accrue des comptes résultant de la multiplication des contrôles exercés tant par les commissaires aux comptes et commissaires à la fusion que par les directions adverses (par le biais d'audits réciproques) à l'occasion des fusions. Certes, l'utilisation de critères purement comptables aurait pu inciter les dirigeants à adopter des choix comptables et financiers compte tenu de leurs impacts directs sur la parité (la valeur de l'entreprise ne repose pas dans ce cas sur les perceptions du marché qui peuvent anticiper et corriger au moins en partie ce comportement (théorie de l'efficacité)), pour autant le risque que ce comportement soit détecté et jette le discrédit sur les dirigeants grandit aussi lorsque ce sont ces critères qui sont mobilisés. Finalement, l'emploi de critères comptables dont le mode de calcul

mobilise toutes les attentions implique des coûts potentiels supplémentaires qui peuvent dissuader les dirigeants d'adopter une gestion des résultats. On rejoindrait ainsi par cette explication l'arbitrage classique coûts / bénéfices d'une gestion des résultats tel qu'envisagé par Watts et Zimmerman (1990).

En outre, il apparaît que plus l'absorbante est endettée, moins elle adopte des choix comptables et financiers augmentant le niveau des résultats (Betas de -0,203 et significatifs au seuil de 1%). Ainsi, l'endettement constituerait non pas une incitation à une gestion à la hausse des résultats mais au contraire un frein à l'adoption d'un tel comportement. Ces observations, si elles affichent un sens contraire aux prédictions de la théorie politico-contractuelle, rejoignent les conclusions formulées récemment par Piot et Janin (2004, 2005) et Benkraïem (2007b) dans le contexte français. Selon Piot et Janin (2005), cette relation négative suggère que les dirigeants adoptent une attitude comptable conservatrice plutôt qu'opportuniste lorsque les dettes augmentent, mettant ainsi en lumière un des rôles fondamentaux impartis à la comptabilité dans le contexte français, celui de protéger les créanciers, et notamment les banquiers. Un tel rôle place le principe de prudence au cœur du cadre normatif français et peut justifier un degré de prudence dans la communication des bénéfices comptables qui augmente avec l'intérêt des créanciers dans la société. Dans cette logique, le ratio d'endettement apparaît alors selon lui comme un mécanisme de contrôle destiné à prévenir les pratiques de gestion à la hausse des résultats. Dans le contexte des fusions, il est en sus possible d'expliquer ce comportement en raison même des motivations prévalant au déclenchement de l'opération. Si au-delà du rapport de force qui peut s'exercer entre les sociétés pour la fixation de la parité, l'opération projetée permet de dégager des synergies financières, en réduisant les coûts de faillite de l'entité regroupée, la nécessité de gérer à la hausse les résultats pour satisfaire aux exigences des créanciers lorsque l'endettement de l'absorbante est élevé peut devenir moins prégnante. L'opération peut à elle seule suffire à réduire le taux d'endettement apparent de l'absorbante. Les statistiques descriptives ayant révélé un niveau d'endettement relativement faible des sociétés absorbantes, la nécessité de gérer à la hausse paraît en outre d'autant moins évidente.

Concernant les autres variables, leurs coefficients ne sont pas statistiquement significatifs au seuil conventionnel de 10%. TREL, DIL, NAT, GCAF, DIR ainsi que TAILLE exercent néanmoins une influence conforme à nos attentes. Il semble donc que considérées isolément, la taille relative de l'opération et la dilution ne soient pas des facteurs suffisants pour expliquer les choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes dans le contexte français. La présence d'actionnaires prépondérants et de dirigeants

actionnaires n’y changeant rien. A ce stade, ces résultats s’opposent aux conclusions d’Erickson et Wang (1999) quant à la taille relative de l’opération mais se conforment au contraire à celles relatives à la détention des dirigeants.

L’examen des estimations opérées à partir du second modèle révèle une légère amélioration des résultats par rapport au modèle 1. Ce deuxième modèle intègre, à l’inverse du précédent, la variable TREL*DIL destinée à tester si les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers haussant les résultats parce que les bénéfices attendus d’un tel comportement (lorsqu’il existe un risque de dilution pour les principaux actionnaires initiaux de l’absorbante) sont élevés. Si dans l’ensemble les résultats obtenus sont conformes aux précédentes constatations, cette variable lorsqu’elle est introduite contribue en sus à expliquer les choix comptables des dirigeants, elle les influence positivement (Betas compris entre 0,123 et 0,126 et statistiquement significatifs à 10%). Ainsi, lorsque la valeur relative de l’absorbée par rapport à l’absorbante est importante et lorsque des effets dilutifs sont attendus, les dirigeants sont incités à adopter plus de choix comptables et financiers améliorant la valeur de leur entreprise. Alors qu’à elles seules la taille relative de l’opération et la dilution ne permettaient pas d’obtenir des résultats statistiquement significatifs, la prise en compte de l’interaction de ces deux variables montre que c’est leur combinaison qui détermine substantiellement le comportement comptable des dirigeants. Afin d’affiner ces résultats, l’échantillon d’analyse est à présent scindé selon l’initiative de l’opération.

3.2.2. Analyse par sous-échantillon

3.2.2.1. Analyse préalable des données

Les modèles de régression sont ici ré-estimés pour chacun des deux sous-échantillons. Les résultats des modèles, desquels la variable INIT a été retirée, sont présentés en suivant.

Comme pour les modèles estimés globalement, les coefficients R^2 ajustés sont relativement proches les uns des autres (tableau n°4.43). Ils sont légèrement supérieurs pour les sociétés cibles puisque ces modèles expliquent entre 55,1% et 58,9% de la variance des VCR discrétionnaires pour ces sociétés et entre 47,6% et 53,4% de celles des sociétés absorbantes initiatrices. Tous ces coefficients sont statistiquement significatifs au seuil de 1% selon le test de Fischer. Ces résultats traduisent là encore la bonne qualité d’ajustement de nos modèles de régression, et ce même si le nombre d’observations est nécessairement moindre par modèle.

Aucun problème de multicolinéarité supplémentaire n'a été détecté, les valeurs VIF étant toutes inférieures à 1,97. S'agissant des tests de Kolmogorov-Smirnov et de Breusch-Pagan, ils nous permettent de nouveau d'accepter l'hypothèse de la normalité et d'homoscédasticité des termes d'erreur.

Tableau n°4.43 : Pouvoir explicatif et validité des modèles de régression multiple
Echantillons scindés cibles (n = 49) / initiatrices (n = 49)

ECHANTILLON CIBLES			
	INV. INSTIT.	FAMILLE	DIRIGEANT
MODELE 1			
R ² ajustée	0,581	0,551	0,555
Fisher (sign)	6,541 (0,000)***	5,913 (0,000)***	6,442 (0,000)***
Kolmogorov-Smirnov (sign)	0,755 (0,619)	0,687 (0,733)	0,790 (0,560)
Breusch-Pagan - Chi ² (sign)	1,15 (0,284)	1,44 (0,230)	1,82 (0,178)
MODELE 2			
R ² ajustée	0,589	0,562	0,565
Fisher (sign)	7,260 (0,000)***	6,599 (0,000)***	7,225 (0,000)***
Kolmogorov-Smirnov (sign)	0,670 (0,760)	0,689 (0,730)	0,831 (0,494)
Breusch-Pagan - Chi ² (sign)	1,01 (0,316)	1,52 (0,218)	1,84 (0,175)
ECHANTILLON INITIATRICES			
MODELE 1			
R ² ajustée	0,491	0,476	0,491
Fisher (sign)	4,857 (0,000)***	4,640 (0,000)***	5,202 (0,000)***
Kolmogorov-Smirnov (sign)	0,528 (0,943)	0,521 (0,949)	0,522 (0,948)
Breusch-Pagan - Chi ² (sign)	0,52 (0,471)	0,30 (0,585)	0,30 (0,583)
MODELE 2			
R ² ajustée	0,534	0,516	0,528
Fisher (sign)	6,005 (0,000)***	5,657 (0,000)***	6,374 (0,000)***
Kolmogorov-Smirnov (sign)	0,394 (0,998)	0,436 (0,991)	0,466 (0,981)
Breusch-Pagan - Chi ² (sign)	0,68 (0,411)	0,49 (0,485)	0,45 (0,501)

*** significatif à 1%

3.2.2.2. Résultats et discussion pour l'échantillon de sociétés cibles

Quel que soit le modèle, les résultats relatifs à l'échantillon de sociétés cibles sont semblables (tableau n°4.44). Les propos qui vont suivre portent donc simultanément sur les deux modèles.

Conformément aux conclusions précédentes dégagées pour l'échantillon global, les variables ADM ainsi que RNNM sont statistiquement significatives. Leurs coefficients négatifs correspondent au sens prédit par les hypothèses H10 et H12, ils sont compris entre -0,197 et -0,215 (significatifs à 10%) pour la variable ADM et entre -0,577 et -0,620 (au seuil de 1%) pour la variable RNNM. Ces résultats suggèrent donc que la présence d'administrateurs indépendants aux conseils d'administration ou de surveillance des sociétés absorbantes cibles a pour effet de diminuer le niveau de gestion des résultats des dirigeants.

Tableau n°4.44 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (MCO) – Echantillon cibles (n = 49)

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Beta. St.	t (sign)	Beta. St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)
Constante (B)		0,093	1,088 (0,284)	0,138	1,588 (0,121)	0,130	1,517 (0,138)	0,091	1,133 (0,264)	0,142	1,764 (0,086)*	0,134	1,680 (0,101)
TREL	+	0,021	0,180 (0,858)	0,030	0,245 (0,808)	0,035	0,290 (0,773)	.	.	.	.	.	.
DIL	+	0,072	0,640 (0,526)	0,031	0,264 (0,793)	0,046	0,399 (0,692)	.	.	.	.	.	.
TREL * DIL	+	0,044	0,427 (0,672)	0,007	0,068 (0,946)	0,024	0,225 (0,823)
NAT	-	-0,119	-1,120 (0,270)	-0,110	-0,993 (0,327)	-0,122	-1,114 (0,273)	-0,112	-1,128 (0,267)	-0,115	-1,120 (0,270)	-0,125	-1,229 (0,227)
UCC	+	-0,301	-2,807 (0,008)***	-0,242	-2,306 (0,027)**	-0,239	-2,281 (0,028)**	-0,298	-2,842 (0,007)***	-0,236	-2,320 (0,026)**	-0,232	-2,294 (0,027)**
BLOC	+	0,211	1,809 (0,079)*	0,097	0,831 (0,411)	.	.	0,208	1,811 (0,078)*	0,101	0,877 (0,386)	.	.
DIR	+	-0,104	-0,795 (0,432)	-0,135	-0,996 (0,326)	-0,170	-1,315 (0,197)	-0,087	-0,709 (0,483)	-0,127	-1,015 (0,317)	-0,161	-1,351 (0,185)
GCAC	-	0,170	1,503 (0,142)	0,118	1,025 (0,312)	0,125	1,102 (0,278)	0,174	1,563 (0,126)	0,122	1,078 (0,288)	0,130	1,162 (0,252)
GCAF	-	-0,049	-0,437 (0,665)	-0,100	-0,846 (0,403)	-0,078	-0,678 (0,502)	-0,029	-0,291 (0,772)	-0,101	-0,953 (0,347)	-0,073	-0,724 (0,474)
ADM	-	-0,215	-2,009 (0,052)*	-0,197	-1,788 (0,082)*	-0,199	-1,812 (0,078)*	-0,210	-1,973 (0,056)*	-0,199	-1,814 (0,078)*	-0,199	-1,817 (0,077)*
DETTES	+	-0,212	-1,993 (0,054)*	-0,231	-2,097 (0,043)**	-0,222	-2,032 (0,049)**	-0,201	-1,947 (0,059)*	-0,223	-2,093 (0,043)**	-0,213	-2,017 (0,051)*
RNNM	-	-0,580	-5,423 (0,000)***	-0,620	-5,582 (0,000)***	-0,606	-5,543 (0,000)***	-0,577	-5,464 (0,000)***	-0,618	-5,639 (0,000)***	-0,602	-5,588 (0,000)***
TAILLE	+	-0,045	-0,351 (0,728)	-0,090	-0,677 (0,503)	-0,075	-0,571 (0,571)	-0,034	-0,273 (0,786)	-0,087	-0,674 (0,504)	-0,069	-0,547 (0,588)

***, **, * coefficients Beta respectivement significatifs à 1, 5 et 10%, t : test t de Student

De même, lorsque la performance de l'absorbante cible est faible, les dirigeants ont tendance à adopter plus de choix comptables et financiers améliorant leurs résultats avant l'opération. Il semble ainsi qu'une des motivations premières des dirigeants des sociétés cibles d'une fusion-absorption soit de présenter un résultat le plus élevé possible avant l'opération.

Comme pour les modèles estimés globalement, les variables UCC (Betas compris entre -0,232 et -0,301 et significatifs à 1% ou 5%) et DETTES (Betas compris entre -0,201 et -0,231 et significatifs à 5% ou 10%) sont statistiquement significatives et contraires aux prédictions. Les dirigeants des sociétés absorbantes cibles adoptent plus de choix comptables et financiers lorsque dans l'approche multicritères servant à fixer la parité aucun critère comptable n'est mentionné. Par ailleurs, ces sociétés, plus elles sont endettées, plus elles adoptent un comportement prudent en terme de politique comptable visant à augmenter leurs résultats.

La variable BLOC lorsque les modèles sont estimés en considérant uniquement la présence d'investisseurs institutionnels prépondérants devient en outre significative et conforme au sens attendu (Betas respectivement égaux à 0,211 et 0,208 et significatifs à 10%). La présence d'investisseurs institutionnels disposant d'une part importante des droits de vote semble ainsi de nature à inciter les dirigeants à adopter plus de choix comptables et financiers augmentant la valeur de l'absorbante cible. En effet, si une partie de la littérature considère que l'objectif de cette catégorie d'actionnaires réside essentiellement dans la maximisation de la rentabilité de leurs investissements à court terme (Benkraïem, 2007b, p.75), leur détention lorsqu'elle est importante leur permet d'influencer directement la gestion de l'entreprise et de garantir leurs intérêts à plus ou moins long terme. En exerçant des pressions sur les dirigeants, les investisseurs institutionnels peuvent les contraindre à prendre des décisions améliorant leur position économique de prépondérants (Baker et Wallage, 2000, p.180). Ces actionnaires étant en outre d'autant plus touchés par les effets dilutifs d'une fusion qu'ils détiennent une part importante du capital et des droits de vote, ils ont tout intérêt dans ce contexte à adopter un comportement actif visant à pousser les dirigeants à opter pour des choix comptables et financiers qui maximisent la valeur de l'absorbante cible.

S'agissant des variables TREL, DIL puis TREL*DIL, aucune ne présente des coefficients significatifs au seuil conventionnel de 10% malgré leurs signes conformes aux prédictions. Ainsi, quelles que soient l'ampleur de l'opération et la présence ou non d'effets dilutifs, les dirigeants n'adoptent pas plus de choix comptables et financiers augmentant la valeur de

l'absorbante cible. Si une partie de la littérature suggère que les dirigeants des sociétés cibles gèrent leurs résultats de sorte à influencer la parité (Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002), une autre (DeAngelo, 1988 ; Easterwood, 1998 ; Edey et Taylor, 1999 puis Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007) considère que les motivations à agir des dirigeants réside plutôt dans la maximisation de leurs intérêts personnels (amélioration de leur rémunération, la négociation d'indemnités de départ généreuses ou au contraire d'un poste dans le nouvel ensemble (Shleifer et Vishny, 2003)). Dans cette optique, le caractère significatif et négatif des variables RNNM et UCC ainsi que le caractère non significatif des variables TREL, DIL et TREL*DIL trouvent un sens. Les dirigeants tentent d'augmenter leur performance sans toutefois chercher véritablement à modifier le nombre d'actions à émettre et réduire les effets dilutifs supportés par leurs actionnaires.

3.2.2.3. Résultats et discussion pour l'échantillon de sociétés initiatrices

Les résultats relatifs à l'échantillon de sociétés initiatrices sont à présent exposés (tableau n°4.45). Leur examen nous amène à formuler des conclusions sensiblement différentes de celles dégagées pour l'échantillon de sociétés cibles. Nous traitons successivement les deux modèles d'estimation.

A la lecture du premier modèle, seules 2 variables disposent de coefficients statistiquement significatifs. A l'instar de l'échantillon de sociétés cibles, la variable RNNM présente des coefficients négatifs (Betas compris entre -0,604 et -0,611) et significatifs à 1%. Ainsi, le niveau de résultat réel avant l'opération constitue un déterminant majeur des comportements comptables des dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices. Plus ils sont faibles, plus les dirigeants sont tentés d'adopter des choix comptables et financiers maximisant la valeur de leur entreprise. Cela apporte un soutien supplémentaire à l'hypothèse H12.

De même, les coefficients de la variable DETTES sont négatifs (Betas compris entre -0,238 et -0,256) et significatifs au seuil de 10%. Comme précédemment, ce résultat suggère que l'endettement des sociétés initiatrices constitue un frein à l'exercice de choix comptables et financiers discrétionnaires de la part des dirigeants.

Tableau n°4.45 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (MCO) – Echantillon initiatrices

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)	Beta St.	t (sign)
Constante (B)		-0,070	-0,752 (0,457)	-0,083	-0,838 (0,408)	-0,084	-0,911 (0,368)	-0,068	-0,788 (0,436)	-0,089	-0,941 (0,353)	-0,080	-0,926 (0,360)
TREL	+	0,166	1,433 (0,160)	0,182	1,497 (0,143)	0,181	1,571 (0,125)	.	.	.	.	.	.
DIL	+	0,132	1,119 (0,271)	0,129	1,078 (0,288)	0,129	1,094 (0,281)	.	.	.	.	.	.
TREL * DIL	+	0,280	2,589 (0,014)**	0,280	2,523 (0,016)**	0,282	2,586 (0,014)**
NAT	-	-0,021	-0,156 (0,877)	0,010	0,076 (0,940)	0,010	0,078 (0,938)	-0,035	-0,279 (0,782)	0,002	0,016 (0,987)	0,001	0,012 (0,991)
UCC	+	0,030	0,232 (0,818)	0,004	0,033 (0,973)	0,004	0,030 (0,977)	0,075	0,597 (0,554)	0,040	0,318 (0,752)	0,042	0,344 (0,733)
BLOC	+	-0,128	-1,012 (0,318)	-0,005	-0,041 (0,967)	.	.	-0,146	-1,220 (0,230)	0,030	0,250 (0,804)	.	.
DIR	+	0,146	1,088 (0,284)	0,192	1,460 (0,153)	0,194	1,541 (0,132)	0,160	1,282 (0,208)	0,220	1,761 (0,086)*	0,211	1,786 (0,082)*
GCAC	-	0,070	0,592 (0,558)	0,053	0,443 (0,660)	0,053	0,448 (0,657)	0,092	0,807 (0,425)	0,071	0,618 (0,540)	0,072	0,639 (0,526)
GCAF	-	0,042	0,377 (0,708)	0,050	0,417 (0,679)	0,052	0,466 (0,644)	0,022	0,207 (0,837)	0,044	0,381 (0,705)	0,035	0,322 (0,750)
ADM	-	-0,186	-1,581 (0,123)	-0,155	-1,345 (0,187)	-0,155	-1,364 (0,181)	-0,206	-1,884 (0,068)*	-0,169	-1,566 (0,126)	-0,171	-1,610 (0,116)
DETTES	+	-0,256	-1,875 (0,069)*	-0,238	-1,733 (0,092)*	-0,238	-1,756 (0,087)*	-0,263	-2,021 (0,051)*	-0,240	-1,833 (0,075)*	-0,240	-1,851 (0,072)*
RNNM	-	-0,611	-4,917 (0,000)***	-0,604	-4,617 (0,000)***	-0,606	-4,875 (0,000)***	-0,624	-5,498 (0,000)***	-0,625	-5,189 (0,000)***	-0,616	-5,406 (0,000)***
TAILLE	+	0,179	1,341 (0,188)	0,182	1,286 (0,207)	0,184	1,374 (0,178)	0,190	1,554 (0,129)	0,201	1,512 (0,139)	0,190	1,540 (0,132)

***, **, * coefficients Beta respectivement significatifs à 1, 5 et 10%, t : test t de Student

La variable ADM n'est désormais plus significative au seuil conventionnel de 10%. Ainsi, quel que soit le type d'actionnariat considéré, la proportion d'administrateurs indépendants même si elle semble exercer une influence négative sur le niveau de gestion des résultats (Betas compris entre -0,155 et -0,186) est non significative (significations comprises entre 0,128 et 0,187).

S'agissant des variables TREL et DIL et conformément aux observations effectuées pour l'échantillon global et celui de sociétés cibles, elles ne semblent pas à elles seules être déterminantes des choix comptables et financiers des dirigeants. Les coefficients obtenus sont positifs (Betas compris entre 0,166 et 0,182 pour TREL, entre 0,129 et 0,132 pour DIL) mais non significatifs à 10%. Nous ne parvenons donc pas à ce stade à rejoindre les conclusions d'Erickson et Wang (1999) qui se basant sur l'arbitrage entre coûts et bénéfices attendus de la gestion des résultats montrent l'influence de la taille relative de l'opération sur les pratiques comptables des dirigeants initiateurs.

Les résultats suggèrent en outre que les dirigeants initiateurs pourraient adopter plus de choix comptables haussant les résultats lorsqu'ils détiennent une part conséquente des droits de vote de l'absorbante avant l'opération. Les coefficients obtenus pour la variable DIR sont conformes au sens prédit (Betas compris entre 0,146 et 0,194). Ils ne sont toutefois pas significatifs au seuil de 10%. Ceux consacrés à l'actionnariat familial et dirigeant fournissent en l'espèce des significations légèrement supérieures au seuil conventionnel (significations respectives de 0,153 et 0,132) alors que celui s'attachant aux investisseurs institutionnels s'en éloigne de manière plus marquée (signification de 0,284). S'agissant enfin de la variable UCC, les estimations opérées procurent cette fois-ci des résultats conformes au sens attendu puisque les coefficients de cette variable sont positifs. Ils sont cependant non significatifs au seuil de 10%.

L'examen des estimations du second modèle conforte certains points. La prise en compte de l'effet combiné de la taille relative et de la dilution attendue permet notamment d'améliorer substantiellement le pouvoir explicatif des différents sous-modèles. Si pour les variables RNNM et DETTES, les coefficients sont comparables à ceux obtenus pour le modèle 1, l'influence des trois variables TREL*DIL, DIR et ADM deviennent plus prononcée. En effet, alors que la taille relative de l'opération et les effets dilutifs attendus ne constituent à eux seuls des déterminants significatifs au seuil de 10% pour le premier modèle 1, les coefficients de la variable TREL*DIL, estimés à partir du modèle 2, sont positifs et significatifs au seuil de 5% et ce pour chacun des trois sous-modèles (Betas compris entre 0,280 et 0,282). Ce résultat suggère donc que lorsque la valeur relative de

l'absorbée par rapport à l'absorbante initiatrice est importante et lorsque des effets dilutifs sont attendus pour les principaux actionnaires de cette dernière, les dirigeants sont d'autant plus incités à adopter des choix comptables et financiers améliorant leurs résultats.

Par ailleurs, la détention en droits de vote de ces dirigeants accentue encore plus ce comportement puisque, d'après les résultats, les coefficients de la variable DIR deviennent significatifs à 10% non seulement pour le modèle intégrant l'actionnariat prépondérant familial mais aussi pour celui relatif aux dirigeants (Betas respectifs de 0,211 et 0,220). En effet, plus la part de détention des dirigeants est élevée, plus ces derniers sont touchés par les éventuels effets dilutifs résultant de l'arrivée des actionnaires de la société adverse et plus ils sont incités à adopter une gestion à la hausse des résultats leur permettant de réduire ces effets. Ainsi contrairement à Erickson et Wang (1999) qui ne parvenaient à valider cette hypothèse, nous montrons pour les sociétés initiatrices l'influence de ce facteur sur les comportements comptables des dirigeants.

Enfin, la variable ADM devient significative au seuil de 10% pour le modèle estimé en prenant en considération l'actionnariat prépondérant des investisseurs institutionnels. Le coefficient négatif de -0,206 implique en l'espèce que plus la proportion d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ou de surveillance est importante lorsque l'on s'intéresse à l'actionnariat institutionnel, moins les dirigeants gèrent à la hausse leurs résultats. Lorsque la variable BLOC renvoie à la présence prépondérante d'une famille ou d'un dirigeant, les résultats restent conformes aux résultats précédents (Betas respectivement de -0,169 et -0,171) mais présentent toutefois des significations là encore légèrement supérieures au seuil conventionnel (significations de 0,126 et 0,116), ce qui ne nous permet pas objectivement de conclure à l'influence effective de ces administrateurs. Le rôle dissuasif des administrateurs indépendants n'est donc statistiquement vérifié que pour le modèle intégrant l'actionnariat des investisseurs institutionnels.

Dans l'ensemble, ces résultats tendent à soutenir l'idée selon laquelle les dirigeants des sociétés initiatrices adoptent des choix comptables et financiers qui visent à améliorer les résultats de leur société avant l'opération afin de réduire le nombre d'actions à émettre. En effet, si cet aspect semble moins évident pour les dirigeants des sociétés absorbantes cibles de l'opération, l'influence significative tant d'une performance faible, que d'une valeur relative de l'absorbée élevée et d'effets dilutifs attendus sur les choix comptables et financiers des dirigeants illustre la préoccupation des dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices à réduire le nombre d'actions à émettre.

3.3. Problèmes d'endogénéité et analyses complémentaires

Nous avons procédé à des analyses complémentaires afin de conforter nos résultats. En effet à l'issue de ce travail, des améliorations pourraient être apportées aux modèles d'explication des choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants. Parmi celles-ci figure la prise en compte d'un éventuel problème d'endogénéité de certaines variables explicatives⁹¹.

En effet, Fields et al. (2001, p.295) soulignent qu'un des défauts majeurs des études empiriques relatives aux choix comptables des dirigeants réside dans l'existence de problèmes économétriques (simultanéité, erreurs de mesure, omission de variables) dont les conséquences directes se traduisent par des résultats avec un pouvoir explicatif faible et des estimations non fiables. Ces problèmes seraient par ailleurs selon ces auteurs exacerbés par l'endogénéité inhérente non seulement aux choix eux-mêmes, mais aussi à la structure financière des firmes, à leur structure organisationnelle, aux contrats, etc. Si le problème potentiel posé par l'endogénéité est connu depuis longtemps en économie, il n'a été identifié que récemment en comptabilité financière (Chenhall et Moers, 2007).

Plusieurs recherches traitant des choix comptables et financiers des dirigeants ont ainsi contrôlé ce biais éventuel en utilisant la technique des modèles d'équations simultanées (Ayers et al. 2002 ; Lapointe-Antunes et al. 2006 ; Cormier et Martinez, 2006 ; Piot et Janin, 2007 ainsi que Cormier et al. 2007). Dans le cadre du présent travail, il est possible de penser que plusieurs variables explicatives peuvent être, tout au moins en partie, déterminées conjointement avec les VCR discrétionnaires. C'est par exemple le cas pour la taille relative de l'opération appréciée par la valeur de la société absorbée sur celle de l'absorbante, pour la présence d'effets dilutifs ainsi que pour le choix de recourir à des critères comptables pour déterminer la parité. Or lorsqu'une ou plusieurs variables explicatives sont déterminées conjointement avec la variable expliquée, un problème d'endogénéité peut survenir. Le terme d'erreur est ici par définition corrélé avec la variable explicative. Dans ces conditions, la régression selon la technique des MCO ne peut prendre en compte cette simultanéité et peut conduire à des estimateurs biaisés.

⁹¹ Ce problème se traduit en l'occurrence par une corrélation du facteur résiduel du modèle de régression estimé selon la technique des moindres carrés ordinaires (MCO) avec une au moins des variables explicatives dudit modèle. Pour comprendre la situation, il faut savoir que la technique des MCO n'amène pas, par construction, de corrélation entre la variable explicative supposée endogène et le terme d'erreur, en raison du principe d'orthogonalité (Chenhall et Moers, 2007). En cas de corrélation, la technique des MCO procède à son élimination en ajustant le coefficient $\bar{\beta}$ de la variable explicative. Dès lors, $\bar{\beta}$ est une estimation biaisée de β pouvant remettre en cause les résultats dégagés.

Afin de conforter nos résultats et contrôler ce biais d'endogénéité potentiel, nous utilisons la technique des modèles d'équations simultanées, et plus précisément celle des variables instrumentales en nous concentrant sur le caractère endogène de la variable UCC (utilisation des critères comptables)⁹². En effet dans la partie théorique de ce travail, il apparaît que la politique comptable des dirigeants peut s'exercer tant par une gestion des résultats que par la sélection des critères de parité (Thauvron, 2000a ; Trébucq, 2000, 2005). Si jusqu'à présent, nous avons considéré l'utilisation des critères comptables comme un déterminant de la gestion des résultats des dirigeants, nous ne pouvons garantir l'absence d'une détermination conjointe de celles-ci. Ce biais peut affecter nos résultats, il convient donc d'en tenir compte pour tester nos hypothèses.

La variable UCC étant binaire, la technique des variables instrumentales que nous mobilisons consiste à prédire à partir d'un modèle Probit l'occurrence de la variable UCC sur un lot de variables exogènes, dont certaines sont dites instruments⁹³. Elle vise ensuite à régresser selon la technique des MCO la variable VCRD sur les variables de notre modèle initial en intégrant en sus un terme additif appelé « Inverse du Ratio de Mill⁹⁴ » (Lollivier, 2006, p.149), calculé à partir des estimations du modèle Probit précédent. En procédant ainsi, la technique des variables instrumentales isole la partie de la variable UCC qui n'est pas corrélée au terme d'erreur et permet d'obtenir des paramètres non biaisés. Toute la difficulté consiste alors à trouver des instruments permettant d'expliquer la variable UCC qui ne soient pas eux-mêmes corrélés avec le terme d'erreur du modèle initial. Notre méthodologie est donc complétée de la manière suivante (tableau n°4.46) :

⁹² Idéalement, il aurait été préférable de contrôler en sus les biais éventuels inhérents aux autres variables précitées. Cela étant, ni la littérature existante ni nos propres résultats ne permettent dans une logique hypothético-déductive d'identifier des instruments susceptibles d'expliquer à leur tour ces variables.

⁹³ Les instruments sont des variables qui ne figurent pas dans la régression d'intérêt prédisant les VCRD mais qui expliquent la variable instrumentée UCC.

⁹⁴ L'Inverse du Ratio de Mill estimé $\bar{\lambda}$ est le terme correcteur du biais d'endogénéité éventuel. Il prend en compte la corrélation entre les résidus des deux équations estimées et permet ainsi d'obtenir une estimation non biaisée du coefficient de la variable UCC. Le détail du calcul du $\bar{\lambda}$ est fourni par Maddala (1983, p.121).

Tableau n° 4.46 : Compléments à la démarche méthodologique

Objectifs	Outils
<u>Phase 1 : observation de la parité</u>	
- Identification des critères de parité utilisés	Analyses de fréquences
- Combinaison des critères - Evolution des pratiques - Existence de pratiques sectorielles	Analyses factorielles des correspondances
- Le caractère déterminant des critères de parité	Analyses de fréquences + Analyses de corrélation et de régression simple
<u>Phase 2 : détection des choix comptables des dirigeants</u>	
- Evolution anormale des VCR	Comparaisons de moyennes
- Estimation des VCRD	Modèle de Jones Modifié (par secteur d'activité sur une période de référence de 4 ans)
<u>Phase 3 : identification des déterminants de ces choix</u>	
- identification des facteurs explicatifs des VCRD	Modèles de régression multiple (MCO)
Apport méthodologique	
- affinements des résultats par la prise en compte du biais d'endogénéité potentiel lié aux choix des critères de parité	Modèles de régression multiple avec effets de traitement

A la lecture de la littérature existante et des précédents résultats, nous régressons la variable UCC sur trois variables exogènes. La première est l'initiative de l'opération. En effet, à l'issue de l'étude de la parité, nous avons mis en évidence des pratiques en termes de sélection des critères comptables substantiellement différentes selon l'initiative de l'opération. Plus précisément, nous avons montré que les sociétés absorbantes initiatrices ont recours de manière nettement plus marquée aux critères comptables. Nous postulons par conséquent un lien positif entre ces deux variables.

La seconde variable correspond quant à elle au secteur d'activité. En effet, la littérature a montré l'influence du secteur d'activité sur les méthodes d'évaluation mobilisées par les investisseurs ou les analystes financiers pour apprécier la valeur de sociétés. En l'espèce, cette littérature indique que les méthodes patrimoniales sont privilégiées dans les secteurs bancaire, immobilier ainsi que pour les holdings industriels (DeAngelo, 1990 ; Meier et Schier, 2006 ; Bellier-Delienne et Bour, 2007 ; La Chapelle, 2007), contrairement au secteur des nouvelles technologies qui leur préfère les méthodes des multiples (Bartov et al. 2002 ; Roosenboom, 2007 ; La Chapelle, 2007) et des DCF (Demirakos et al. 2004 ; La Chapelle, 2007). En outre, la seconde analyse factorielle des correspondances conforte ces résultats pour le contexte des fusions-absorptions puisqu'elle révèle des pratiques sectorielles significatives. Les critères comptables sont ainsi utilisés dans une majorité des secteurs à l'exclusion de ceux de la haute technologie et de la distribution. Dès lors, nous postulons un lien négatif entre le fait d'appartenir à l'un de ces deux derniers secteurs et le recours aux critères comptables.

Enfin pour la troisième variable, nous nous référons aux préconisations des autorités financières selon lesquelles la présomption de légitimité du critère du cours de bourse en tant que critères d'appréciation de la valeur intrinsèque des sociétés participant à une fusion, peut être remise en cause lorsque les titres sont peu liquides et ce, au profit des critères comptables qui peuvent dans ces conditions s'avérer plus protecteurs des intérêts des minoritaires (Recommandation de la COB, 1977 ; Rapport Naulot, 2005). En effet, comme le mentionne Thauvron (2000a) pour les offres publiques, lorsque le flottant du titre est faible, il n'est plus possible de se référer uniquement au cours de bourse qui a perdu de sa pertinence. Il convient dès lors de mettre en œuvre d'autres approches, dont les méthodes comptables font parties. Dans cette logique, nous postulons une relation négative entre le flottant du titre et l'utilisation des critères comptables.

Les systèmes d'équations simultanées sont donc les suivants :

Système d'équations n°1 :

$$\begin{aligned} VCRD_i &= \beta_0 + \beta_1 TREL_i + \beta_2 DIL_i + \beta_3 INIT_i + \beta_4 NAT_i + \beta_5 UCC_i + \beta_6 BLOC_i + \beta_7 DIR_i \\ &\quad + \beta_8 CAC_i + \beta_9 CAF_i + \beta_{10} ADM_i + \beta_{11} DETTES_i + \beta_{12} RNNM_i \\ &\quad + \beta_{13} TAILLE_i + \rho\sigma \bar{\lambda}_i + \varepsilon_i \\ UCC_i &= \alpha_0 + \alpha_1 INIT_i + \alpha_2 SECT_i + \alpha_3 FLOT_i + \delta_i \end{aligned}$$

Système d'équations n°2 :

$$\begin{aligned} VCRD_i &= \beta_0 + \beta_1 TREL_i * DIL_i + \beta_2 INIT_i + \beta_3 NAT_i + \beta_4 UCC_i + \beta_5 BLOC_i + \beta_6 DIR_i \\ &\quad + \beta_7 CAC_i + \beta_8 CAF_i + \beta_9 ADM_i + \beta_{10} DETTES_i + \beta_{11} RNNM_i + \beta_{12} TAILLE_i \\ &\quad + \rho\sigma \bar{\lambda}_i + \varepsilon_i \\ UCC_i &= \alpha_0 + \alpha_1 INIT_i + \alpha_2 SECT_i + \alpha_3 FLOT_i + \delta_i \end{aligned}$$

Avec pour chaque société i , les instruments suivants :

$\bar{\lambda}_i$: le terme correcteur du biais d'endogénéité

$SECT$: secteur d'activité (variable dichotomique codée 1 si appartenance au secteur de la haute technologie et de la distribution, 0 sinon)

$FLOT$: flottant des titres (%)

Pour être valides, les résultats requièrent qu'il y ait au moins autant d'instruments que de variables explicatives endogènes et qu'au moins l'un d'entre eux soit significatifs (Wooldridge, 2006). L'estimation de ces modèles est opérée en s'assurant du respect de ces deux conditions. La présence d'un biais d'endogénéité affectant les estimateurs initiaux est en outre vérifiée⁹⁵ en observant la signification du coefficient du terme correcteur $\bar{\lambda}_i$.

⁹⁵ Le coefficient du terme correcteur $\bar{\lambda}_i$ montre dans quelle mesure ce biais affecte la variable VCRD. Ainsi, lorsque ce coefficient influence de manière significative la variable VCRD, un biais d'endogénéité substantiel existe et fausse les estimations initiales (selon les MCO), les termes d'erreurs des deux équations sont corrélés. Dans ces conditions, la détection du biais nécessite simplement de tester la signification

Nous présentons en suivant les différents résultats. Logiquement, ceux-ci portent dans un premier temps sur l'échantillon dans sa globalité (§3.3.1) puis dans un second temps sur les deux sous-échantillons de sociétés cibles (§3.3.2) et initiatrices (§3.3.3).

3.3.1. Résultats et discussion pour l'échantillon global

Les résultats obtenus à partir de l'échantillon global (tableau 4.47) révèlent l'existence d'un biais d'endogénéité. Le coefficient lambda étant statistiquement significatif au seuil de 5% ou 10% sur l'ensemble des modèles, le recours à la technique des variables instrumentales est donc justifié. Toutes les variables servant à prédire UCC sont significatives au seuil de 1% et ce conformément aux sens attendus. Ainsi, tant l'initiative que le flottant des titres et le secteur d'activité de l'absorbante sont de nature à influencer le choix d'utiliser des critères comptables dans l'approche multicritères afin de fixer la parité d'échange.

S'agissant des déterminants de la gestion des résultats des dirigeants, les résultats amènent à des conclusions sensiblement identiques à celles formulées par la technique des MCO, la signification des tests étant par ailleurs plus forte. Les variables TREL*DIL, INIT, UCC, ADM, DETTES, RNNM sont significatives et conformes aux résultats précédents. En outre, les nouveaux coefficients de la variable UCC sont supérieurs en valeur absolue (coefficients compris entre -0,085 et -0,093) à ceux⁹⁶ obtenus par la technique des MCO (coefficients -0,031 pour chacun des modèles), ce qui indique qu'ils étaient initialement sous-estimés en raison du biais d'endogénéité. L'idée selon laquelle l'utilisation de critères comptables pour déterminer la parité est de nature à dissuader les dirigeants d'adopter des choix comptables et financiers est donc renforcée.

Quant aux variables TREL et NAT, leurs coefficients deviennent significatifs alors qu'ils ne l'étaient pas antérieurement. A l'instar des premières analyses, leur sens est conforme aux hypothèses. En l'espèce, lorsque la taille relative de l'opération est importante, les dirigeants sont incités à adopter plus de choix comptables et financiers améliorant leurs résultats (H2). Il en est de même lorsque l'opération s'apparente à une restructuration (H5). De façon générale, les résultats obtenus ici apportent un crédit supplémentaire à nos premières conclusions.

statistique du coefficient $\rho\sigma$ ($H_0 : \rho\sigma = 0$) dans la régression d'intérêt VCRD. $\bar{\lambda}_i$, son coefficient $\rho\sigma$ ainsi que sa signification sont automatiquement calculés par le logiciel Stata par la commande «*Treatreg*».

⁹⁶ Il est fait référence aux coefficients non standardisés obtenus avec la technique des MCO. Le tableau n°4.42 présente les coefficients standardisés, les coefficients non standardisés ne sont pas rapportés.

Tableau n°4.47 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (Effets de traitement – 2 étapes) – Echantillon global (n = 98)

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)
Equation 1 : variable dépendante = VCRD _{it-1}													
Constante (B)		0,045	0,78 (0,434)	0,045	0,79 (0,431)	0,048	0,86 (0,393)	0,069	1,26 (0,208)	0,067	1,24 (0,216)	0,072	1,33 (0,182)
TREL	+	0,030	2,06 (0,039)**	0,029	2,00 (0,045)**	0,030	2,04 (0,042)****	.	.	.	.	.	.
DIL	+	0,022	1,44 (0,150)	0,021	1,34 (0,181)	0,021	1,43 (0,154)	.	.	.	.	.	.
TREL * DIL	+	0,032	2,28 (0,023)**	0,031	2,22 (0,027)**	0,032	2,26 (0,024)**
INIT	+	0,055	2,74 (0,006)***	0,056	2,78 (0,005)***	0,055	2,74 (0,006)***	0,048	2,54 (0,011)**	0,049	2,60 (0,009)***	0,048	2,54 (0,011)**
NAT	-	-0,028	-1,78 (0,076)*	-0,029	-1,86 (0,063)*	-0,029	-1,85 (0,064)*	-0,029	-1,85 (0,064)*	-0,030	-1,94 (0,052)*	-0,030	-1,93 (0,054)*
UCC	+	-0,093	-2,66 (0,008)***	-0,092	-2,71 (0,007)***	-0,090	-2,67 (0,008)***	-0,088	-2,54 (0,011)**	-0,088	-2,62 (0,009)***	-0,085	-2,55 (0,011)**
BLOC	+	0,006	0,35 (0,728)	0,013	0,65 (0,516)	.	.	0,006	0,34 (0,736)	0,016	0,79 (0,429)	.	.
DIR	+	-0,001	-0,02 (0,986)	0,003	0,08 (0,936)	-0,004	-0,12 (0,905)	-0,003	-0,11 (0,915)	0,001	0,03 (0,977)	-0,006	-0,21 (0,833)
GCAC	-	0,010	0,54 (0,590)	0,009	0,48 (0,635)	0,001	0,54 (0,593)	0,013	0,69 (0,491)	0,011	0,60 (0,548)	0,013	0,68 (0,494)
GCAF	-	-0,006	-0,38 (0,707)	-0,006	-0,40 (0,691)	-0,006	-0,42 (0,677)	-0,005	-0,40 (0,693)	-0,006	-0,42 (0,671)	-0,006	-0,43 (0,664)
ADM	-	-0,091	-2,45 (0,014)**	-0,093	-2,54 (0,011)**	-0,092	-2,52 (0,012)**	-0,093	-2,50 (0,013)**	-0,095	-2,58 (0,010)***	-0,094	-2,56 (0,010)***
DETTES	+	-0,024	-3,13 (0,002)***	-0,025	-3,16 (0,002)***	-0,025	-3,13 (0,002)***	-0,025	-3,19 (0,001)***	-0,025	-3,24 (0,001)***	-0,025	-3,19 (0,001)***
RNNM	-	-0,731	-8,75 (0,000)***	-0,742	-8,80 (0,000)***	-0,733	-8,80 (0,000)***	-0,737	-8,86 (0,000)***	-0,750	-8,95 (0,000)***	-0,740	-8,90 (0,000)***
TAILLE	+	0,003	0,62 (0,534)	0,003	0,66 (0,510)	0,002	0,59 (0,556)	0,002	0,54 (0,587)	0,002	0,60 (0,552)	0,002	0,51 (0,608)

Tableau n°4.47 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (Effets de traitement – 2 étapes) – Echantillon global (n = 98) – (suite)

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)
Equation 2 : variable dépendante = UCC													
Constante (B)		0,845	2,69 (0,007)***	0,845	2,69 (0,007)***	0,845	2,69 (0,007)***	0,845	2,69 (0,007)***	0,845	2,69 (0,007)***	0,845	2,69 (0,007)***
INIT	+	1,001	3,36 (0,001) ***	1,001	3,36 (0,001) ***	1,001	3,36 (0,001) ***	1,001	3,36 (0,001) ***	1,001	3,36 (0,001) ***	1,001	3,36 (0,001) ***
SECT	-	-0,960	-2,92 (0,003) ***	-0,960	-2,92 (0,003) ***	-0,960	-2,92 (0,003) ***	-0,960	-2,92 (0,003) ***	-0,960	-2,92 (0,003) ***	-0,960	-2,92 (0,003) ***
FLOT	-	-2,234	-3,17 (0,002) ***	-2,234	-3,17 (0,002) ***	-2,234	-3,17 (0,002) ***	-2,234	-3,17 (0,002) ***	-2,234	-3,17 (0,002) ***	-2,234	-3,17 (0,002) ***
Wald (chi²)		154,50 (0,000)***		155,13 (0,000)***		154,44 (0,000)***		152,68 (0,000)***		153,76 (0,000)***		152,60 (0,000)***	
Lambda $\bar{\lambda}_i$		0,043	2,01 (0,045)**	0,044	2,05 (0,041)**	0,042	1,98 (0,048)**	0,041	1,91 (0,056)*	0,042	1,98 (0,048)**	0,040	1,89 (0,059)*

***, **, * coefficients respectivement significatifs à 1, 5 et 10%, z : test z (selon la loi normale centrée réduite)

3.3.2. Analyse par sous-échantillon

3.3.2.1. Résultats et discussion pour l'échantillon de sociétés cibles

Concernant les analyses se concentrant sur l'échantillon de sociétés cibles (Annexe 12), les résultats, en intégrant les facteurs explicatifs de la variable UCC, suggèrent que l'endogénéité n'est pas de nature à biaiser les estimations initialement opérées selon la technique des MCO, le coefficient lambda n'étant pas significatif. Nos premières estimations étaient donc correctes.

Le recours à la technique des méthodes instrumentales, même s'il ne paraît plus justifié, permet toutefois de mettre en évidence le fait que lorsque la société absorbante est la cible de l'opération, le secteur d'activité ne constitue plus un déterminant du choix des critères comptables. Une explication à ce comportement peut dès lors résider dans la mise en œuvre éventuelle d'une stratégie de sélection des critères destinée à influencer la parité lorsque la société absorbante est la cible de l'opération.

3.3.2.2. Résultats et discussion pour l'échantillon de sociétés initiatrices

L'examen des sociétés initiatrices amène à des conclusions toutes autres puisque la présence d'un biais d'endogénéité est cette fois-ci avérée (tableau n°4.48). Le coefficient lambda est significatif pour l'ensemble des modèles au seuil conventionnel de 5%. Les variables FLOT et SECT, qui servent à prédire UCC, sont respectivement significatives au seuil de 10% et 1% et exercent une influence négative sur les VCRD. Le flottant des titres et le secteur d'activité des sociétés absorbantes initiatrices sont donc de nature à influencer le choix d'utiliser des critères comptables dans l'approche multicritères afin de fixer la parité d'échange.

L'analyse des résultats des déterminants des choix comptables discrétionnaires des dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices conforte les conclusions précédemment formulées, et notamment pour le second modèle. En effet, ces résultats, en intégrant le phénomène d'endogénéité, révèlent l'impact positif des variables TREL, TREL*DIL, DIR et TAILLE ainsi que l'impact négatif des variables UCC, ADM, DETTES et RNNM sur les VCR discrétionnaires.

Si initialement (avec les MCO), seules les variables DETTES et RNNM disposaient de coefficients significatifs dans le modèle 1, à présent le caractère dissuasif des

administrateurs indépendants (coefficients compris entre -0,131 et -0,154, significatifs à 1% ou 5%), de l'endettement (coefficients compris entre -0,055 et -0,059, significatifs à 1% ou 5%) et des faibles résultats avant l'opération (coefficients compris entre -0,701 et -0,728, significatifs à 1%) est confirmé pour les deux modèles.

Les résultats mettent ensuite en lumière le fait que les dirigeants des sociétés absorbantes, lorsqu'ils sont les initiateurs de l'opération, adoptent plus de choix comptables et financiers maximisant leurs résultats quand la taille relative de la fusion est grande (coefficients compris entre 0,050 et 0,053, significatifs à 5%). A l'instar de nos prédécesseurs (Erickson et Wang, 1999), celle-ci semble donc, contrairement aux résultats initiaux, exercer à elle seule une influence significative sur la gestion des résultats des dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices. Cette relation apparaît en outre selon le second modèle d'autant plus forte lorsque des effets dilutifs sont attendus (coefficients compris entre 0,076 et 0,077, significatifs à 1%).

S'agissant de la variable DIR, étant également significative pour le modèle 2 intégrant l'actionnariat familial et managérial (coefficients respectifs de 0,087 et 0,078, significatifs à 10%), elle implique pour les dirigeants de l'absorbante initiatrice, que plus ils détiennent une part importante des droits de vote, plus ils sont incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant leurs résultats. Ainsi conformément à nos premières conclusions, les dirigeants initiateurs chercheraient à maximiser la valeur de leur entreprise pour limiter le nombre d'actions à émettre, et ce d'autant plus qu'ils sont directement touchés par le mécanisme de dilution inhérent à la rémunération des actionnaires de la société absorbée adverse.

Deux éléments supplémentaires apparaissent. Le premier concerne la variable UCC, dont les coefficients deviennent négatifs et significatifs à 10% pour les modèles intégrant la détention en droits de vote des familles et des dirigeants prépondérants. Les coefficients de cette variable (coefficients compris entre -0,078 et -0,096) sont en valeur absolue supérieurs aux précédentes estimations (coefficients compris entre 0,001 et 0,017), ils traduisent donc une sous-estimation des coefficients obtenus par la technique des MCO en raison du biais d'endogénéité. Ce dernier résultat est contraire à l'hypothèse H6, mais rejoint ceux obtenus pour l'échantillon global et celui des sociétés cibles. Les dirigeants des sociétés absorbantes initiatrices adoptent donc moins de choix comptables et financiers lorsque la parité est déterminée à l'aide de critères comptables.

Tableau n°4.48 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (Effets de traitement – 2étapes) – Echantillon initiatrices (n = 49)

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)
Equation 1 : variable dépendante = VCRD _{it-1}													
Constante (B)		0,017	0,19 (0,849)	0,010	0,10 (0,919)	0,013	0,15 (0,882)	0,030	0,35 (0,725)	0,010	0,12 (0,907)	0,027	0,32 (0,752)
TREL	+	0,050	2,30 (0,021)**	0,052	2,35 (0,019)**	0,053	2,46 (0,014)****	.	.	.	.	.	.
DIL	+	0,031	1,36 (0,174)	0,031	1,33 (0,183)	0,031	1,33 (0,184)	.	.	.	.	.	.
TREL * DIL	+	0,076	3,64 (0,000)***	0,077	3,57 (0,000)***	0,077	3,65 (0,000)***
NAT	-	-0,015	-0,67 (0,504)	-0,011	-0,51 (0,608)	-0,011	-0,51 (0,607)	-0,018	-0,86 (0,390)	-0,013	-0,63 (0,527)	-0,013	-0,63 (0,532)
UCC	+	-0,086	-1,60 (0,111)	-0,096	-1,79 (0,073)*	-0,095	-1,79 (0,073)*	-0,078	-1,50 (0,135)	-0,095	-1,76 (0,078)*	-0,089	-1,71 (0,087)*
BLOC	+	-0,018	-0,76 (0,446)	0,006	0,19 (0,848)	.	.	-0,023	-1,04 (0,299)	0,021	0,71 (0,478)	.	.
DIR	+	0,060	1,19 (0,234)	0,076	1,55 (0,121)	0,073	1,54 (0,123)	0,062	1,31 (0,190)	0,087	1,85 (0,065)*	0,078	1,73 (0,084)*
GCAC	-	0,012	0,35 (0,723)	0,008	0,22 (0,826)	0,008	0,23 (0,819)	0,021	0,63 (0,532)	0,014	0,42 (0,675)	-0,016	0,47 (0,641)
GCAF	-	-0,006	-0,29 (0,768)	-0,005	-0,21 (0,836)	-0,006	-0,27 (0,784)	-0,012	-0,57 (0,567)	-0,007	-0,31 (0,753)	-0,011	-0,52 (0,604)
ADM	-	-0,140	-2,64 (0,008)***	-0,131	-2,49 (0,013)**	-0,131	-2,50 (0,013)**	-0,154	-3,13 (0,002)***	-0,142	-2,86 (0,004)***	-0,142	-2,90 (0,004)***
DETTES	+	-0,058	-2,50 (0,012)**	-0,056	-2,39 (0,017)**	-0,056	-2,39 (0,017)**	-0,059	-2,66 (0,008)***	-0,056	-2,48 (0,013)**	-0,055	-2,48 (0,013)**
RNNM	-	-0,708	-5,69 (0,000)***	-0,707	-5,53 (0,000)***	-0,701	-5,62 (0,000)***	-0,715	-6,23 (0,000)***	-0,728	-6,10 (0,000)***	-0,705	-6,10 (0,000)***
TAILLE	+	0,009	1,63 (0,103)	0,010	1,66 (0,096)*	0,009	1,64 (0,100)*	0,009	1,73 (0,084)*	0,010	1,88 (0,060)*	0,009	1,69 (0,091)*

Tableau n°4.48 : Modèles explicatifs des VCR discrétionnaires (Effets de traitement – 2étapes) – Echantillon initiatrices (n = 49) – (suite)

VARIABLES EXPLICATIVES	Signe prédit	MODELE 1						MODELE 2					
		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT		INV. INSTIT.		FAMILLE		DIRIGEANT	
		Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)	Coeff.	z (sign)
Equation 2 : variable dépendante = UCC													
Constante (B)		1,700	3,58 (0,000)***	1,700	3,58 (0,000)***	1,700	3,58 (0,000)***	1,700	3,58 (0,000)***	1,700	3,58 (0,000)***	1,700	3,58 (0,000)***
SECT	-	-1,263	-2,64 (0,008) ***	-1,263	-2,64 (0,008) ***	-1,263	-2,64 (0,008) ***	-1,263	-2,64 (0,008) ***	-1,263	-2,64 (0,008) ***	-1,263	-2,64 (0,008) ***
FLOT	-	-1,702	-1,85 (0,064) *	-1,702	-1,85 (0,064) *	-1,702	-1,85 (0,064) *	-1,702	-1,85 (0,064) *	-1,702	-1,85 (0,064) *	-1,702	-1,85 (0,064) *
Wald (chi²)		90,49 (0,000)***		87,67 (0,000)***		87,51 (0,000)***		101,89 (0,000)***		95,17 (0,000)***		96,04 (0,000)***	
Lambda $\bar{\lambda}_i$		0,068	2,10 (0,036)**	0,073	2,23 (0,025)**	0,072	2,24 (0,025)**	0,071	2,27 (0,023)**	0,078	2,42 (0,016)**	0,075	2,39 (0,017)**

***, **, * coefficients respectivement significatifs à 1, 5 et 10%, z : test z (selon la loi normale centrée réduite)

Enfin, la variable de contrôle TAILLE devient significative (coefficients compris entre 0,009 et 0,010, significatifs à 10%) pour tous les modèles à l'exception du modèle 1 intégrant l'actionnariat institutionnel dont la signification excède très légèrement le seuil conventionnel (signification = 0,103). La taille de l'absorbante influence conformément à nos prédictions positivement la gestion des résultats des dirigeants. Plus l'absorbante initiatrice est de grande taille, plus ses dirigeants sont incités à adopter des choix comptables et financiers augmentant les bénéfices et influençant négativement le nombre d'actions à émettre. Ce dernier résultat, s'il est contraire à l'hypothèse des coûts politiques telle que formulée par la théorie politico-contractuelle, va toutefois dans le sens des travaux antérieurs français (Saada, 1995 ; Djama, 2002 ; Piot et Janin, 2004, 2005 ; Djama et Boutant, 2006 ; Benkraïem, 2007b).

Conclusion de la section 2

L'objectif, à travers cette section, était de tester l'ensemble des hypothèses de recherche, tant celle relative à la mise en place de choix comptables et financiers de la part des dirigeants des sociétés absorbantes que celles relatives à leurs déterminants.

Deux phases successives ont été déployées. La première devait nous permettre d'identifier les choix comptables et financiers discrétionnaires éventuellement mise en œuvre par les dirigeants et d'en estimer l'ampleur. Ainsi, les résultats ont révélé des variations anormales de certains postes comptables à l'approche de l'opération, avec notamment une baisse significative des dotations aux dépréciations et provisions pouvant améliorer les résultats de l'exercice précédant l'opération. Dans l'ensemble, les choix comptables discrétionnaires des dirigeants des sociétés absorbantes l'année avant l'opération se sont élevés à 4,3% du total d'actif de l'année précédente, ce qui témoigne de leur volonté à maximiser leurs résultats avant l'opération.

La seconde phase a ensuite été consacrée à l'identification des déterminants contextuels et politico-contractuels de ces choix. Les résultats ont permis de montrer que la taille relative de l'opération, les effets dilutifs attendus, l'initiative ainsi que la nature de l'opération, l'utilisation des critères comptables, constituent des facteurs contextuels explicatifs des comportements des dirigeants des sociétés absorbantes. En outre, la présence d'investisseurs institutionnels et de dirigeants prépondérants, le niveau d'intéressement des dirigeants, la proportion d'administrateurs indépendants participant au conseil d'administration ou de surveillance, le niveau d'endettement, le niveau du résultat réel ainsi que la taille de l'absorbante se sont également révélés être des facteurs explicatifs de ces comportements. Seules la nature des auditeurs et la présence d'un actionnariat familial n'ont, semble-t-il, pas influencé les dirigeants des sociétés absorbantes, et ce quel que soit l'échantillon considéré.

CONCLUSION DU CHAPITRE 4

L'objectif de dernier chapitre consistait, à travers l'étude empirique des choix comptables et financiers des dirigeants des sociétés absorbantes, à montrer que les opérations de fusion-absorption françaises sont un contexte propice à la mise en œuvre d'une politique comptable visant à modifier l'image perçue de l'entreprise avant l'opération et incidemment à influencer sur la détermination de la parité d'échange.

Avant de procéder au test effectif des hypothèses, une première étude a été réalisée afin d'apporter des éléments de compréhension supplémentaires quant aux pratiques des dirigeants en matière de sélection et de combinaison des critères servant à apprécier la valeur des sociétés absorbantes. A l'issue de cette étude, plusieurs points ont pu être dégagés. Parmi les plus importants, le rôle central joué par l'information comptable dans la détermination de la parité a été réaffirmé. En effet, les critères les plus fréquemment mentionnés ont été le cours de bourse, l'ANR ainsi que les résultats comptables. Des pratiques sectorielles dans le choix des critères d'évaluation de la société absorbante ont par ailleurs été identifiées. Enfin, la non application de l'approche multicritères pour près de la moitié des sociétés absorbantes ainsi que l'existence de pratiques substantiellement différentes selon l'initiative de l'opération ont été mises en évidence. Cette situation si elle ne prouve en rien l'existence d'un comportement discrétionnaire des dirigeants illustre toutefois les conditions de fixation de la parité et donc les moyens d'action des dirigeants, parmi lesquels figurent le choix des critères, leur combinaison et leur mise en œuvre.

Ce dernier point a été approfondi à travers la seconde étude, laquelle s'est concentrée sur l'examen des choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants puis sur l'identification de leurs déterminants. Les résultats ont notamment permis de montrer la mise en œuvre l'année précédant la fusion d'une gestion à la hausse des bénéfices des sociétés absorbantes, pouvant permettre d'améliorer la valeur de celle-ci.

Les résultats ont également fait apparaître le caractère déterminant des facteurs contextuels et politico-contractuels sur cette gestion. Ils révèlent que la taille relative de l'opération en tant que facteur contextuel incite les dirigeants à adopter plus de choix comptables et financiers, et ce principalement lorsque la société est à l'initiative de l'opération. Cette incitation est en outre d'autant plus forte qu'il existe des effets dilutifs attendus. De façon générale, les dirigeants des sociétés à l'initiative d'une fusion-absorption adoptent plus de choix comptables et financiers que leurs homologues dans les sociétés cibles. Le niveau de ces choix est par ailleurs d'autant plus important que l'opération correspond à une

restructuration. Enfin, les dirigeants adoptent moins de choix comptables haussant leurs résultats lorsque des critères comptables sont utilisés pour déterminer la parité d'échange.

S'agissant des déterminants politico-contractuels, la présence d'investisseurs institutionnels détenteurs d'une part prépondérante des droits de vote amène les dirigeants des sociétés absorbantes cibles à adopter plus de choix comptables maximisant la valeur de leur entreprise. Les dirigeants des sociétés initiatrices lorsqu'ils sont des actionnaires prépondérants agissent aussi de la sorte. A l'inverse, aucune incidence ne résulte de la détention significative d'une famille non dirigeante, et ce quelle que soit la position (cible ou initiatrice) de l'absorbante. Cela étant, en présence d'une famille prépondérante, plus la proportion de droits de vote détenue par les dirigeants est élevée, plus ceux-ci gèrent à la hausse leurs résultats. En outre, contrairement au contrôle exercé par les administrateurs indépendants et à un endettement élevé qui constituent des facteurs dissuasifs pour les dirigeants, l'appartenance des auditeurs externes de l'absorbante, commissaires aux comptes ou à la fusion, à un grand cabinet d'audit international ou français n'a pas d'influence sur le comportement comptable des dirigeants. Le résultat réel apparaît en revanche comme un déterminant majeur des choix comptables des dirigeants. Plus il est faible, plus les dirigeants sont tentés de l'améliorer. Enfin, la grande taille des sociétés absorbantes, lorsqu'elles sont à l'initiative de l'opération, contribue à accentuer ces comportements.

CONCLUSION GENERALE

Cette recherche avait pour ambition d'étudier la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes dans le contexte des fusions françaises. L'intérêt porté à cette thématique est né d'un double constat. En effet, depuis plusieurs années, la question de la détermination de la parité d'échange dans les fusions-absorptions suscite de vives controverses. A de multiples occasions, la parité a été à l'origine de virulentes contestations d'actionnaires, généralement minoritaires, qui s'estimant lésés, ont dénoncé le déficit d'information entourant ces opérations ainsi que les conditions de rémunération proposées. Parallèlement, le normalisateur et les autorités financières, face aux montants (près de 121 milliards entre 1997 et 2006) et aux enjeux pour l'économie représentés par ces fusions, se sont engagés dans plusieurs réflexions. Si le normalisateur n'a pas choisi d'imposer de règles strictes en matière de méthodologie de calcul de la parité, des recommandations ont néanmoins été formulées par la COB puis l'AMF pour poser les principes directeurs de son mode de détermination et orienter la mission des contrôleurs (commissaires à la fusion, administrateurs et experts indépendants). Malgré cette volonté de garantir des conditions d'équité décentes pour tous les actionnaires, leurs démarches successives n'ont manifestement pas permis d'aboutir à une situation totalement satisfaisante. Les fusions-absorptions, qui sont sources de conflits d'intérêts pour les actionnaires et pour leurs dirigeants, peuvent être à l'origine de transferts de richesses substantiels. La parité d'échange en influençant la répartition des pouvoirs et des richesses au sein du nouvel ensemble renforce ces conflits et est au cœur des stratégies des différents acteurs. Notre interrogation découle de cette situation.

La parité repose en partie sur l'information comptable et financière transmise par les dirigeants ; ces derniers en situation d'asymétrie informationnelle peuvent avoir tout intérêt à fournir une image déformée de la situation et des performances de leur entreprise pouvant influencer le ratio d'échange. La réglementation comptable offrant une marge de liberté conséquente aux dirigeants, ils peuvent alors adopter une politique comptable visant à modifier la perception des partenaires de la valeur de l'entreprise et donc la détermination de la parité. La question de recherche a donc été formulée de la manière suivante : les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent-ils des choix comptables et

financiers qui visent à influencer la parité dans les fusions-absorptions françaises et quels sont les déterminants de ces choix ?

1. Objectifs et démarche de la recherche

Conformément à cette question, la recherche avait deux objectifs principaux : celui de vérifier l'existence d'une politique comptable de la part des dirigeants des sociétés absorbantes et celui d'expliquer cette politique.

Pour rendre compte de ce travail de recherche, une démarche en deux volets a été déployée. Le premier volet a d'abord tenté de montrer le caractère propice du contexte des fusions-absorptions à l'adoption d'une politique comptable visant à modifier l'image de l'entreprise. Dans un premier temps, le contexte d'étude a été posé. Après avoir défini économiquement et juridiquement ces opérations, nous en avons souligné l'originalité tant par rapport aux autres techniques de regroupement que par rapport à leurs homologues anglo-saxons. Assimilées à des prises de contrôle ou à des restructurations, les fusions conduisent à l'inverse des autres types de rapprochement à la confusion des patrimoines des sociétés participantes ainsi qu'à une rémunération nécessairement en actions. Leur initiative n'est pas forcément attribuée à la société absorbante et leurs conditions d'approbation, d'information et de surveillance les singularisent à la fois des autres opérations françaises mais aussi des opérations anglo-saxonnes. L'intérêt d'étudier ces opérations a en outre été renforcé par le fait qu'il s'agit des opérations de regroupement françaises les plus importantes compte tenu des montants engagés.

L'analyse des motivations prévalant à leurs déclenchement nous a alors permis de mettre en évidence l'importance des enjeux entourant ces opérations, et ce du point de vue des actionnaires et des dirigeants. Si les actionnaires peuvent espérer accroître leurs richesses en raison de synergies économiques, financières, managériales, du remplacement d'équipes dirigeantes non efficaces ou bien encore en raison d'une inefficience passagère des marchés financiers, les dirigeants peuvent parfois en raison de problèmes d'agence chercher à s'enraciner, maximiser leur rémunération, leur réputation ou satisfaire leur égo.

Dans ce contexte, l'examen des différentes étapes du processus de rapprochement a mis en lumière le caractère central des modalités financières dans l'opération, en particulier celle

de la parité d'échange. Cette dernière apparaît en effet comme un moyen d'opérer des transferts de richesses substantiels entre les différents acteurs. Elle est logiquement au cœur des attentions des dirigeants, des conseils d'administration, des représentants des salariés, des commissaires à la fusion, des autorités financières et des actionnaires. La parité reposant sur la confrontation des valeurs relatives des sociétés concernées, l'examen des travaux antérieurs sur l'évaluation des sociétés participantes a permis de souligner le rôle prépondérant de l'information comptable dans ces opérations.

Le contexte spécifique des fusions-absorptions ainsi posé, dans un second temps, les comportements comptables des dirigeants ont été examinés. Nous avons pour cela mobilisé le cadre théorique général de la TPC ainsi que les apports des travaux ultérieurs pour inférer des pratiques des dirigeants dans le contexte des fusions. A la lumière de cette littérature, il est apparu que les principales motivations généralement retenues par les chercheurs pour expliquer les choix des dirigeants sont la maximisation de leur rémunération, le respect des clauses d'endettement, la minimisation des coûts politiques ou la volonté d'atteindre certains seuils. S'agissant des contraintes, ce sont essentiellement la structure d'actionnariat, le contrôle des administrateurs et des auditeurs puis les contraintes techniques liées au renversement des choix comptables d'un exercice à l'autre qui ressortent.

Des contextes particuliers (événements, opérations), où les risques de transferts de richesses sont exacerbés, peuvent aussi influencer ces choix. Nous avons donc enrichi notre analyse en mobilisant les travaux initiés dans des contextes voisins des fusions-absorptions tels que les offres publiques et les *Management Buy Out*. Enfin, pour renforcer notre compréhension des comportements des dirigeants, une revue des instruments de politique comptable dans le contexte original des fusions a été opérée. Celle-ci nous a permis de mettre en évidence la multiplicité et la particularité des moyens d'action des dirigeants, qui peuvent non seulement s'opérer par une gestion des résultats, mais aussi par la mise en œuvre de l'approche multicritères recommandée par les autorités financières. Par le croisement de ces différents éléments, le premier volet de cette thèse a abouti à la construction des hypothèses de recherche quant à l'existence et aux déterminants contextuels et politico-contractuels de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes.

Le second volet de ce travail a ensuite consisté en l'analyse empirique des pratiques comptables des dirigeants, et ce sur un échantillon de 107 sociétés absorbantes ayant participé à une opération de fusion-absorption française au cours de la période 1997-2006. Dans cette seconde partie, la méthodologie déployée a d'abord été exposée puis mise en œuvre. Elle a essentiellement consisté en deux études. La première a été consacrée au mode d'établissement de la parité d'échange. L'objectif était de déterminer ce que sont les pratiques actuelles de fixation de la parité, et ce sur trois points. Quels sont les critères de parité les plus fréquemment mobilisés ? Comment sont-ils combinés ? Certains sont-ils déterminants dans la fixation de la parité ? Répondre à ces questions devait nous permettre d'apprécier l'étendue des choix mis en œuvre par les dirigeants en matière d'approche multicritères, le rôle déterminant de l'information comptable dans la détermination de la parité et donc *in fine* l'opportunité pour les dirigeants d'adopter une gestion des résultats influençant la mise en œuvre des différents critères. Pour atteindre cet objectif, des analyses de fréquences horizontale et verticale des critères de parité utilisés ont d'abord été réalisées. Ensuite, deux analyses factorielles des correspondances ont été opérées afin d'observer une éventuelle évolution des pratiques d'évaluation au cours de la période d'étude ainsi que d'éventuelles pratiques sectorielles. Enfin, des analyses de fréquences des critères déterminants ainsi que des analyses de corrélation et de régression entre les parités théoriques fournies par les différents critères et les parités finalement retenues ont été effectuées afin d'identifier les critères qui contribuent le plus à expliquer le ratio d'échange définitif.

La deuxième étude s'est attachée à démontrer la présence de la pratique de gestion des résultats par les dirigeants l'année précédant l'opération ainsi qu'à identifier ses déterminants. Il s'agissait ici de tester nos hypothèses de recherche. L'examen de la gestion des résultats s'est fait en deux temps. D'abord, une analyse de l'évolution de plusieurs postes potentiellement manipulables a été réalisée afin de détecter d'éventuellement variations anormales à l'approche de l'opération. Ensuite, l'estimation de la gestion des résultats a été opérée à partir d'un modèle de Jones Modifié estimé par secteur d'activité et sur une période de référence de 4 (ou 3) ans. L'objectif était ici de vérifier l'exercice de choix comptables et financiers de la part des dirigeants des sociétés absorbantes juste avant l'opération. Cette phase accomplie, l'explication de la gestion des résultats a été effectuée par des analyses de régression multiple estimées selon la technique des moindres carrés ordinaires puis confortées par celles estimées selon la technique des

équations simultanées (effets de traitement en deux étapes). Nous dressons en suivant un bilan des principaux résultats.

2. Les principaux résultats de la recherche

Les principaux résultats des deux études empiriques sont successivement abordés. La première, relative à la détermination de la parité, a révélé plusieurs éléments intéressants. D'abord, les critères les plus fréquemment mobilisés pour évaluer les sociétés absorbantes restent le cours de bourse, l'ANR ainsi que les résultats comptables sur toute la période d'étude et ce quel que soit le type d'opération. L'information comptable demeure donc centrale dans la détermination de la parité, ce qui renforce l'idée selon laquelle les dirigeants peuvent y voir une opportunité d'adopter des choix comptables visant à modifier la valeur de leur entreprise. Cette situation est d'autant plus plausible que ces critères fournissent des ratios théoriques extrêmement proches de celui finalement retenu. Nous rejoignons par ces résultats les conclusions de nos prédécesseurs (Erhel, 1980 ; Trébucq, 2000) pour les fusions-absorptions antérieures.

Certaines pratiques ont toutefois légèrement évolué en fin de période puisque l'ANC n'a plus été utilisé après 2002 et ce au profit, semble-t-il, des DCF dès 2005. Une explication possible à cette évolution réside dans l'entrée en vigueur du nouveau référentiel comptable international ainsi que dans les publications successives de la directive OPA en 2004 et du rapport Naulot en 2005 militant en faveur des techniques d'évaluation intégrant davantage les perspectives futures de l'entreprise. A l'instar des conclusions de Thauvron (2000a, 2000b), les résultats montrent que les DCF, lorsqu'ils sont utilisés, ne sont pas véritablement déterminants dans le calcul de la parité, et tempèrent cette référence au succès grandissant puisque les dirigeants, s'ils se conforment aux préconisations en utilisant cette technique, ne lui accordent pas pour autant un crédit supplémentaire dans la détermination de la parité.

Plus largement, on constate une diminution sensible de la place des critères comptables même si ces derniers conservent une place de poids dans la détermination de la parité pour une majorité des secteurs d'activité. A l'exception de celui de la haute technologie et de la distribution pour lesquels le cours de bourse et les DCF sont privilégiés, tous font référence soit à l'ANC, à l'ANR ou aux résultats comptables. Nos résultats vont par ailleurs dans le

sens des travaux de Bellier-Dellienne et Bour (2007), puisqu'ils révèlent dans un contexte de fusions-acquisitions des pratiques d'évaluation sectorielles. Ils rejoignent également les travaux sur les pratiques d'évaluation du secteur de la haute technologique puisque les sociétés absorbantes appartenant à ce secteur dans notre échantillon ont été valorisées selon leurs opportunités de croissance plutôt que sur les coûts historiques (Black, 1998 ; Kim et Ritter, 1999 ; Bartov et al. 2002 ; Boisselier et Dufour, 2004, Demirakos et al. 2004 ; Roosenboom, 2007).

Enfin, la mise en évidence de l'application non systématique de l'approche multicritères ainsi que l'existence de pratiques substantiellement différentes selon l'initiative de l'opération peut interroger sur l'opportunité de telles pratiques de la part des dirigeants. Si la confrontation d'un nombre restreint de critères peut déjà rendre difficile l'appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée (Thauvron, 1998), l'emploi d'un critère unique comme c'est le cas dans près de la moitié des opérations étudiées n'allège pas la suspicion entourant la détermination de la parité. Le nombre de critères étant par ailleurs d'autant plus faible et moins de nature comptable lorsque la société absorbante est la cible de l'opération, il est possible de s'interroger sur le caractère préjudiciable ou non d'un tel comportement pour les actionnaires minoritaires de cette société.

La seconde étude a permis d'examiner la pratique de gestion des résultats des dirigeants ainsi que ses déterminants. Conformément aux travaux réalisés dans les contextes voisins des fusions-absorptions (Erickson et Wang, 1999 ; Sundgren 2003 ; Francoeur et Rakoto, 2006 ; Asano et al. 2007 ; Botsari et Meeks, 2008), cette recherche a montré que les dirigeants des sociétés absorbantes adoptent eux aussi des choix comptables et financiers l'année précédant l'opération. En effet, qu'il s'agisse de l'analyse de l'évolution des postes comptables potentiellement manipulables, qui révèle des variations anormales de certains d'entre eux à l'approche de l'opération, et notamment une baisse significative des dotations aux dépréciations et provisions, ou bien du modèle d'estimation global des choix comptables discrétionnaires qui montre une gestion des résultats moyenne de l'ordre de 4,3% du total d'actif de ces sociétés, les résultats confirment l'idée selon laquelle les dirigeants chercheraient à gonfler la valeur de leur entreprise avant l'opération. L'hypothèse formulée sur l'existence des choix comptables et financiers a donc été acceptée.

L'étude des déterminants des choix comptables et financiers des dirigeants a également abouti à de nombreux résultats. Ainsi, d'un point de vue global, 8 facteurs peuvent expliquer les comportements comptables des dirigeants. Parmi eux, 5 facteurs contextuels ont constitué des incitations pour les dirigeants. Il s'agit de la grande taille de l'opération, l'anticipation d'effets dilutifs, l'initiative de l'absorbante, la nature de l'opération lorsqu'elle est assimilée à une restructuration, puis l'utilisation de critères non comptables pour déterminer la parité. Les facteurs restants correspondent à des déterminants politico-contractuels. Il s'agit d'une part du faible niveau des bénéfices qui a incité les dirigeants à plus de gestion à la hausse des résultats puis d'autre part du nombre d'administrateurs indépendants au conseil d'administration et du niveau d'endettement qui ont limité ce type de comportement.

L'analyse plus fine des déterminants révèle en outre des pratiques substantiellement différentes selon que l'absorbante est l'initiatrice ou la cible de l'opération. En effet, l'examen des sociétés cibles, s'il conforte les résultats globaux quant aux déterminants politico-contractuels, montre que les dirigeants adoptent une gestion des résultats plus importante lorsque les critères non comptables sont utilisés et lorsque des investisseurs institutionnels sont prépondérants. A l'inverse, l'examen des sociétés initiatrices qui soutient également ces résultats globaux, montre l'incitation que représentent non seulement la grande taille de l'opération, les effets dilutifs et l'utilisation de critères non comptables mais aussi la détention importante en droits de vote des dirigeants et la taille de la société absorbante.

Cette différence de résultats amène à la formulation de deux interprétations des motivations des dirigeants selon l'initiative de l'opération. En effet, si dans le cas des sociétés initiatrices la littérature est unanime, dans celui des cibles deux visions s'affrontent pour expliquer les comportements des dirigeants. D'un côté, des travaux (Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002) suggèrent que les dirigeants peuvent adopter des choix comptables pour obtenir une parité plus favorable à leurs actionnaires. De l'autre, des études (DeAngelo, 1988 ; Easterwood, 1998 ; Edey et Taylor, 1999 ; Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007) indiquent qu'ils peuvent adopter des choix qui satisfont leurs intérêts personnels comme la maximisation de leur rémunération, la négociation d'indemnités de départ généreuses ou au contraire la négociation d'un poste au sein de la nouvelle entité.

Les résultats des sociétés cibles qui suggèrent une influence négative et significative des bénéfices ainsi que l'absence d'impact des facteurs contextuels comme la taille relative de l'opération et l'attente d'effets dilutifs, tendent à soutenir cette seconde perspective. Les dirigeants tenteraient donc de présenter des bénéfices les plus importants possibles pour maximiser leurs intérêts sans toutefois véritablement chercher à modifier le nombre d'actions à émettre pour *in fine* réduire les effets dilutifs supportés par leurs actionnaires. S'agissant des résultats des sociétés initiatrices, ils montrent que le niveau de bénéfices, la taille de l'opération, les anticipations des effets dilutifs et la détention en droits de vote des dirigeants influencent le niveau de gestion des résultats. Ces résultats illustrent les préoccupations des dirigeants, ils amènent à penser que les dirigeants chercheraient avant tout à augmenter le niveau de leur performance pour réduire le nombre d'actions à émettre et limiter la dilution. Le tableau n°5.1 suivant synthétise ces résultats au regard des hypothèses de recherche.

Tableau n°5.1 : Synthèse des résultats

	SENS PREDITS	HYPOTHESES	Résultats (Echantillons acceptés)
H1		Existence de choix comptables et financiers discrétionnaires haussant le résultat en t-1	Acceptée
DETERMINANTS CONTEXTUELS			
H2	+	La taille relative de l'opération	Partiellement acceptée (G – I)
H3	+	Les effets dilutifs	Partiellement acceptée (G ₂ – I ₂)
H4	+	L'initiative de l'opération (initiatrice/cible)	Acceptée
H5	-	La nature de l'opération (restructuration / prise de contrôle)	Partiellement acceptée (G)
H6	+	L'utilisation de critères comptables	Rejetée
DETERMINANTS POLITICO-CONTRACTUELS			
H7a	+	La présence d'investisseurs institutionnels prépondérants	Partiellement acceptée (C)
H7b	+	La présence d'une famille non dirigeante prépondérante	Rejetée
H7c	+	La présence d'un dirigeant prépondérant	Partiellement acceptée (I ₂)
H8	+	L'intéressement des dirigeants	Partiellement acceptée (I _{2F, 2D})
H9a	-	La présence de grands commissaires aux comptes	Rejetée
H9b	-	La présence de grands commissaires à la fusion	Rejetée
H10	-	La proportion d'administrateurs indépendants	Acceptée
H11	+	L'endettement	Rejetée
H12	-	Le résultat réel	Acceptée
H13	+	La taille de l'absorbante	Partiellement acceptée (I)

G, C, I pour respectivement l'échantillon Global, de sociétés Cibles et Initiatrices ; F, D selon l'actionnariat prépondérant considéré (Familial, Dirigeant) ; 2 pour le modèle 2

3. Les apports de la recherche

Cette recherche présente trois types de contributions à la fois théoriques (§3.1), méthodologiques (§3.2) et pratiques (§3.3). Elles sont successivement abordées.

3.1. Les apports théoriques

Sur le plan théorique, cette recherche contribue à améliorer la compréhension des pratiques comptables des dirigeants. Si des études se sont intéressées à des contextes voisins comme les offres publiques, cette thèse est la première à notre connaissance à s'être penchée sur la politique comptable des dirigeants dans les opérations de fusion-absorption, et ce qu'il s'agisse du contexte particulier français ou celui anglo-saxon. Ce travail vient donc compléter les travaux antérieurs s'inscrivant dans le cadre des prolongements de la théorie politico-contractuelle en fournissant un contexte incitatif certes proches d'autres contextes (les offres publiques et les *Management Buy Out*) mais manifestement inédit. Cette étude enrichit donc la littérature relative aux fusions-acquisitions en se concentrant sur une technique spécifique de ces regroupements.

Les contributions théoriques de cette recherche s'opèrent essentiellement sur trois points. D'abord, si cette thèse s'est efforcée de souligner les enjeux entourant les fusions-absorptions et la mise en œuvre de leurs modalités financières, elle a surtout montré que ces opérations constituent un contexte propice à l'adoption d'une politique comptable de la part des dirigeants des sociétés absorbantes. Ensuite, elle est l'une des premières à considérer l'existence concomitante d'instruments de politique comptable « classiques » et spécifiques au contexte d'étude. Cette recherche s'est en effet non seulement consacrée au concept de gestion des résultats largement mobilisé par les travaux empiriques précédents mais s'est aussi interrogée sur la question des pratiques de sélection et de combinaison des critères de parité. Enfin, elle montre l'influence de facteurs contextuels qui, s'ils avaient été suggérés par la littérature, n'avaient que rarement été testés. Il s'agit essentiellement des déterminants tels que la taille relative de l'opération, les effets de dilution ainsi que la nature et l'initiative de l'opération.

3.2. Les apports méthodologiques

Sur le plan méthodologique, cette recherche présente un double intérêt. Premièrement, elle combine des techniques complémentaires pour observer les pratiques des dirigeants. L'étude de la gestion des résultats a par exemple été opérée en deux temps. Nous avons

d'abord procédé à l'examen de l'évolution de plusieurs postes comptables sur une période de 5 ans avant la fusion. Ensuite, nous avons procédé à l'estimation globale des choix des dirigeants par la technique des variables comptables de régularisation discrétionnaires (ou *Accruals*). De même, nous avons cherché à identifier les déterminants de la gestion des résultats par la technique des régressions multiples en utilisant d'abord la méthode des moindres carrés ordinaires puis ensuite celle des effets de traitement en deux étapes. Procéder ainsi permet non seulement d'affiner les résultats mais aussi d'en renforcer la fiabilité.

Deuxièmement, cette recherche est d'autant plus originale qu'elle mobilise des techniques peu utilisées dans le monde de la recherche comptable. En effet, si celles-ci ont été largement usitées dans d'autres domaines, encore peu de travaux en comptabilité manient les techniques d'analyse factorielle des correspondances et d'équations simultanées. Ces méthodologies, si elles tendent à se développer, peuvent s'avérer très utiles pour décrire et expliquer les choix comptables des dirigeants.

3.3. Les apports pratiques

Bien que l'intérêt professionnel des résultats des recherches positives ait pu parfois être discuté (Colasse, 1995), cette recherche intéressera sur le plan pratique plusieurs types d'acteurs et ce pour trois raisons. D'abord, une meilleure compréhension des comportements des dirigeants dans le contexte des fusions-absorptions donne aux utilisateurs de l'information comptable lors de ces opérations (les actionnaires, les dirigeants des sociétés adresses, les administrateurs et autres contrôleurs) les moyens de mieux interpréter les états financiers des sociétés participantes et permet donc de mieux apprécier les modalités financières proposées. Ensuite, s'agissant des commissaires aux comptes et à la fusion, une meilleure connaissance des contextes incitatifs et des instruments mobilisables par les dirigeants peut permettre d'orienter leur contrôle. Cette étude a montré que la latitude de ces derniers peut s'exercer non seulement sur le choix et la combinaison des critères de parité mais aussi sur leur mise en œuvre par le biais d'une gestion des résultats, et notamment grâce aux dotations aux dépréciations et provisions, l'attention des commissaires pourrait se concentrer davantage encore sur ces éléments. Enfin, cette recherche peut contribuer à faire avancer les réflexions des normalisateurs et des autorités financières quant aux prochaines évolutions des règles entourant ces opérations. D'une part, en révélant l'ampleur des choix comptables lors de ces opérations, cette recherche souligne la nécessité pour ces acteurs de prendre de nouvelles mesures. D'autre part, en identifiant ces choix ainsi que leurs facteurs incitatifs et limitatifs, cette

recherche fournit des éléments facilitant (1) la détection des situations où les enjeux et les risques de transferts de richesses sont exacerbés puis (2) l'identification des mécanismes de contrôle actuels qui sont efficaces ou non.

Plus concrètement, trois voies d'amélioration s'ouvrent pour les régulateurs. La première est celle de l'approche multicritères. Si des recommandations récentes ont été faites par le rapport Naulot en 2005, sa non-application dans près de la moitié des opérations, l'existence de pratiques substantiellement différentes dans les sociétés initiatrices et cibles ainsi que le manque de transparence de la mise en œuvre des différents critères exigent des normalisateurs et des autorités financières qu'ils apportent de nouvelles précisions quant à la détermination de la parité pour le cas particulier des fusions-absorptions, et ce d'autant plus que dans ce contexte les mécanismes de marché de contre-offre sont inopérants.

La seconde voie est elle relative aux missions des différents acteurs. Cette recherche a montré le caractère dissuasif de la présence d'administrateurs indépendants au conseil d'administration ou de surveillance ainsi que l'absence d'influence aussi bien des grands commissaires aux comptes que des grands commissaires à la fusion, elle interroge donc sur les modalités d'exercice de leurs missions respectives. Si un renforcement des structures de gouvernance internes pourrait vraisemblablement contribuer à mieux garantir les intérêts des entreprises, la redéfinition des missions des commissaires aux comptes et à la fusion lors de ces opérations paraît indispensable. Le rapport Naulot en préconisant une extension du rôle de vérificateur des commissaires à la fusion à celui d'évaluateur comme c'est le cas pour les experts indépendants puis l'orientation prise par la réglementation (la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008) quant à la dispense d'examen des projets par ces commissaires sur demande unanime des actionnaires semblent s'inscrire dans cette démarche.

Enfin, la troisième voie concerne les modalités d'approbation de ces opérations. Comme c'est déjà le cas aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, la question de l'exclusion du vote des majoritaires dans les opérations entre une société mère et sa fille pourrait également être étudiée par le législateur dans la mesure où cette recherche a mis en lumière une gestion des résultats plus importante dans les opérations de restructuration.

4. Les limites de la recherche

Malgré la rigueur du séquençage méthodologique associé à la démarche positive (Casta, 2000c) et à l'instar des travaux empiriques antérieurs s'inscrivant dans le cadre de la TPC, les principales limites de cette recherche sont pour l'essentiel liées au phénomène de

réduction instrumentale inhérent à l'utilisation de *proxies* indispensables au test des hypothèses ainsi qu'au caractère simplificateur de nos hypothèses. Ainsi, aussi bien la mesure des choix comptables et financiers discrétionnaires des dirigeants que l'opérationnalisation des déterminants de ces choix pourraient faire l'objet de critiques. Plusieurs modèles d'estimation existent pour calculer la part anormale des choix des dirigeants, nous en avons choisi un, celui qui selon nous était l'un des plus adaptés du point de vue théorique et contextuel mais aussi compte tenu des possibilités offertes par les données comptables françaises disponibles. Pour pallier cette limite dans une certaine mesure, nous avons procédé à des analyses complémentaires en observant directement plusieurs postes comptables manipulables. Quant aux variables représentatives des facteurs explicatifs des choix comptables, elles peuvent parfois ne fournir qu'une représentation imparfaite du construit sous-jacent. C'est notamment le cas des variables d'endettement, de la taille de la société et de l'intéressement des salariés qui ne traduisent pas nécessairement les clauses limitatives d'endettement, la pression de l'environnement politique ainsi que les conditions de rémunération des dirigeants. Contrairement au postulat initial formulé par la littérature, l'appartenance des commissaires aux comptes et à la fusion à un grand cabinet international n'est pas nécessairement un gage de la qualité du contrôle externe comme on pu le révéler les scandales financiers suivant la faillite du géant Enron. De même, dans le contexte spécifique des fusions, la taille relative de l'opération ainsi que l'existence d'effets dilutifs persistants ne constituent que des approximations raisonnables des bénéfices attendus de la gestion des résultats et de l'anticipation d'une dilution importante causée par l'arrivée des actionnaires de la société adverse. Toutefois, à défaut d'instruments de mesure plus satisfaisants, nous exploitons ceux existants.

S'agissant des hypothèses, elles simplifient nécessairement la réalité du phénomène observé. Ainsi, elles ne peuvent saisir toute la complexité des comportements des dirigeants. Elles appréhendent généralement l'influence des incitations ou contraintes sur la politique comptable des dirigeants de manière linéaire, sans intégrer toutes les interactions possibles entre les déterminants et sans considérer tous les mécanismes d'endogénéité entre les pratiques des dirigeants et ces déterminants. Si cette simplification est indispensable pour rendre testables les hypothèses de recherche, nous avons tenté de dépasser ces limites en observant l'interaction de la taille de l'opération et des effets dilutifs puis en contrôlant le biais d'endogénéité lié aux choix des critères de parité dans l'étude des facteurs explicatifs de la gestion des résultats.

Enfin, une dernière difficulté dans cette recherche est liée à l'identification des comportements discrétionnaires des dirigeants en matière d'approche multicritères. En

effet, si nos résultats prouvent bien le non respect des recommandations relatives à l'approche multicritères et soulignent ainsi le caractère préjudiciable des pratiques pour les actionnaires des sociétés participantes, il reste qu'au-delà, la méthodologie mobilisée ne peut confirmer un comportement manipulateur des dirigeants.

5. Les voies de recherche

A l'issue de ce travail, plusieurs développements ultérieurs peuvent être envisagés. L'un d'entre eux pourrait consister en un approfondissement des conditions de mise en œuvre de l'approche multicritères. Des entretiens d'experts (dirigeants, commissaires à la fusion, banquiers d'affaires, cabinets de conseil) seraient notamment susceptibles de permettre d'obtenir un regard croisé sur leurs pratiques et de mieux en saisir les subtilités. En améliorant notre connaissance de ces mécanismes, des moyens de détection des comportements manipulateurs des dirigeants pourraient être conçus.

Une autre perspective pourrait résider dans le développement des aspects endogènes non traités dans ce travail. Cela nécessiterait au préalable d'identifier les facteurs explicatifs des enjeux de l'opération (par exemple des déterminants de la taille relative de l'opération) et des risques perçus des dirigeants avant l'opération en termes de dilution, de rémunération et d'emploi. Il s'agirait là d'une tâche difficile qui nécessiterait probablement la combinaison de plusieurs approches qualitatives, avec des entretiens et/ou des enquêtes par questionnaires, et quantitatives à partir des données financières des entreprises concernées.

Enfin, une troisième voie de recherche consisterait à étendre ce travail aux autres opérations de fusions-acquisitions françaises. Seul Thauvron (1998, 2000a) s'est intéressé à la question des pratiques comptables des dirigeants dans les offres publiques ; au-delà du besoin d'actualiser ses résultats (l'étude de Thauvron portait sur les opérations intervenues entre 1993 et 1996), il s'agirait d'expliquer les comportements comptables, la question des déterminants des choix comptables des dirigeants n'ayant jamais été abordée dans ce contexte.

En effet, il reste encore à faire pour identifier, notamment en France, « pourquoi la comptabilité est ce qu'elle est et pourquoi les comptables et les dirigeants font ce qu'ils font ? ».

BIBLIOGRAPHIE

- Abarbanell, J., Lehavy, R. (2000). *Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?* Working Paper, University of California at Berkeley.
- Abdul Rahman, R., Abu Bakar, A. (2002). *Earnings management and acquiring firms preceding acquisitions in Malaysia*. APFA/PACAP/FMA Finance International Conference, Tokyo.
- Aboody, D., Kasznik, R., Williams, M. (2000). Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: why do firms care? *Journal of Accounting and Economics* 29 (3): 149-176.
- Agrawal, A., Jaffe, J. (1997). *The Pre-Acquisition Performance of Target Firms: A Re-examination of the Inefficient Management Hypothesis*. Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Albouy, M., Perrier, S. (2003). Manipulations comptables et évaluation de l'entreprise. *La revue du Financier* 139: 51-65.
- Alchian, A.A., Demsetz, H., (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review* 62 (5): 777-795.
- Allani, G. (2005). *Les motivations des prises de contrôle : le cas des acquisitions par offre publique en France*. Doctorat en sciences de gestion, Grenoble: Université Pierre Mendès-France.
- Allouche, J. (1981). *Motifs et efficacité des opérations de croissance externe (1959-1979)*. Doctorat en sciences de gestion, Paris : Université Paris Dauphine.
- Allouche, J., Amann, B. (2000). L'entreprise familiale, un état de l'art. *Finance Contrôle Stratégie* 3 (1) : 33-79.

- Allouche, J., Amann, B. (2003). L'actionnaire dirigeant d'entreprises familiales. *Revue Françaises de Gestion* 141: 109-130.
- Allouche, J., Amann, B., Garaudel, P. (2007). *Performance et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial*. 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal.
- Amann, B. (1992). *Cessions et acquisitions d'entreprises : techniques actuelles*. Paris: Vuibert entreprise.
- Amann, B., Caby, J., Jaussaud, J., Piñero, J. (2007). Activisme des actionnaires et responsabilité sociale des entreprises : une comparaison Espagne – France – Etats-Unis – Japon. *Revue de l'Organisation Responsable* 2 (2): 37-53.
- Amadiou, P., Dumontier, P. (2001). Les chiffres comptables et la valeur de l'entreprise. In *Faire de la recherche en comptabilité financière* (Eds, Dumontier, P., Teller, R.). Paris: Vuibert, 211-223.
- Amihud, Y., Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics* 12 (2): 605-617.
- Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N. (1990). Corporate control and choice of investment financing: the case of corporate acquisition. *Journal of Finance* 45 (2): 603-616.
- Anderson, J.C., Louderback, J.G. (1975). Income manipulation and purchase pooling: some additional results. *Journal of Accounting Research* 13(2): 338-343.
- Anderson, R., Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 108 (3): 1301-1329.
- Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 103-120.
- André, P., Ben Amar, W., Laurin, C. (2003). Regroupements d'entreprises et gestion des bénéfices. *La revue du Financier* 139: 26-36.

- Ang, J.S., Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market-driven acquisition theory. *Journal of Financial Research* 29 (2): 199-216.
- Antheaume, N., Charreaux, G. (2001). Comptabilité et gouvernement des organisations. In *Faire de la recherche en comptabilité financière* (Eds, Dumontier, P., Teller, R.). Paris : Vuibert, 179-191.
- Asano, T., Ishii, Y., Nakayama, S., Tashiro, T. (2007). *Earnings management and the market performance of acquiring firms in stock-for-stock mergers – Evidence from Japan*. 30th annual congress of European Accounting Association conference, Lisbonne.
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty and stockholder returns. *Journal of Financial Economics* 11(1-4): 51-83.
- Auerbach, A.J., Reishus, D. (1988). The effects of taxation on merger decision. In *Corporate Takeovers: causes and consequences* (Ed, Auerbach, A.J.). Chicago: University of Chicago Press, 157-184.
- Avery, C., Chevalier, J.A., Schaefer, S. (1998). Why do managers undertake acquisitions? An analysis of internal and external rewards for acquisitiveness. *Journal of Law, Economics and Organization* 14 (1): 24-43.
- Ayers, B.J., Lefanowicz, C.E., Robinson, J.R. (2002). Do firms purchase the pooling method? *Review of Accounting Studies* 7 (1): 5-32.
- Baik, B., Kang, J.K., Morton, R M. (2007). *Earnings Management in Takeovers of Privately Held Targets*. Working Paper, Florida State University.
- Baker, C.R., Wallage, P. (2000). The future of financial reporting in Europe: its role in corporate governance. *The International Journal of Accounting* 35 (2): 173-187.
- Bartov, E. (1993). The timing of assets sales and earnings manipulations. *The Accounting Review* 68 (4): 840-855.
- Bartov, E., Gul, F.A., Tsui, J.S.L. (2000). Discretionary accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 421-452.

- Bartov, E., Moharam, P., Seethamraju, C. (2002). Valuation of internet stocks – an IPO perspective. *Journal of Accounting Research* 40 (2): 321-345.
- Bates, T.W., Lemmon, M.L., Linck, J.S. (2004). *Shareholder welfare and bid negotiation in freeze-out deals: are minority shareholders left out in the cold?* Working paper, University of Delaware.
- Baysinger, B.D., Butler, H.N. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of change in board composition. *Journal of Law, Economics and Organisation* 1 (1):101-124.
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and the financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (4): 443-465.
- Bebchuk, L.A., Kahan, M. (1999). *The lemons effect in corporate freeze-outs*, Working Paper, NBER.
- Becker, C., DeFond, M., Jiambalvo, J., Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.
- Bellier Delienne, A., Bour, E. (2007). Etude des méthodes d'évaluation des sociétés faisant l'objet d'une offre publique d'achat. *La revue du Financier* 165 : 4-31.
- Ben-Amar, W., André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (3-4): 517-543.
- Beneish, M.D. (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.
- Benkraïem, R. (2007a). *L'influence des investisseurs institutionnels sur les stratégies comptables des dirigeants*. 28^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers.

- Benkraïem, R. (2007b). *L'influence des investisseurs institutionnels sur les choix comptables des dirigeants d'entreprises : approches théorique et empirique sur le marché boursier français*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse: Université Toulouse 1.
- Benzécri, J.P. (1973). *L'analyse des données 2 – L'analyse des correspondances*. Paris: Dunod.
- Berkovitch, E., Narayanan, M.P. (1993). Motives for Takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28 (3): 347-361.
- Berle, A.A., Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: The MacMillan Company.
- Berthelot, S., Cormier, D., Magnan, M. (2003). Les provisions environnementales et la gestion stratégique des résultats : une étude canadienne. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 9 (2) : 109-135.
- Bessière, V. (1999). Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies. *FINECO* 9 (1): 21-41.
- Black, E. (1998). Life cycle impacts on the incremental value relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis* 4 (1): 40-56.
- Boisselier, P., Dufour, D. (2004). *Introduction en bourse et gestion du résultat : l'exemple du nouveau marché*. 17^{ème} journées nationales des IAE, Lyon.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance and Accounting* 35 (5-6): 633-670.
- Bowen, R.M., Noreen, E.W., Lacey, J.M. (1981). Determinants of the corporate decisions to capitalize interest. *Journal of Accounting and Economics* 3(2): 159-179.
- Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. (1983). The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 183-206.

- Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21 (1): 3-40.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2006). *Principes de gestion financière*. 8^{ème} édition, Paris : Pearson Education France.
- Breton, G., Schatt, A. (2000). Rôle et caractérisation de l'analyse financière. *Revue d'Economie Financière* 59: 147-162.
- Breusch, T.S., Pagan, A.R. (1979). A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica* 47 (5): 1287-1294.
- Brickley, J.A., Bhagat, S., Lease, R.C. (1985). The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3): 115-129.
- Bruner, R.F. (1988). The use of excess cash and debt capacity as a motive for mergers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23 (2): 199-217.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99-126.
- Burgstahler, D., Eames, M. (2003). Earning management to avoid losses and earnings decreases: Are analyst fooled? *Contemporary Accounting Research* 20 (2): 253-294.
- Bushee, B.J. (1998). The influence of institutional investors on Myopic R&D investment behaviour. *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.
- Caby, J. (1994). *Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970-1990*. Doctorat en sciences de gestion, Nancy: Université Nancy 2.
- Cahan, S. (1992). The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: a refined test of the political cost hypothesis. *The Accounting Review* 67 (1): 77-95.
- Carpentier, C., Suret, J.M. (2004). *Les manipulations comptables lors des émissions initiales au Canada*. Cahier de Recherche CIRANO, Université de Laval au Québec.

- Casta, J.F. (2000a). Incertitude et comptabilité. In *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit* (Ed, Colasse B.). Paris: Economica, 809-818.
- Casta, J.F. (2000b). Politique comptable des entreprises. In *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit* (Ed, Colasse B.). Paris: Economica, 961-975.
- Casta, J.F. (2000c). Théorie positive de la comptabilité. In *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit* (Ed, Colasse B.). Paris: Economica, 1223- 1232.
- Chalayer, S. (1995). Le lissage des résultats. Eléments explicatifs avancés dans la littérature. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 1 (2): 89-104.
- Chalayer, S., Degeorge, F., Le Nadant, A.L. (2001). Objectifs de la gestion des résultats et marchés efficients. In *Faire de la recherche en comptabilité financière* (Eds, Dumontier, P., Teller, R.). Paris: Vuibert, 235-249.
- Chalayer, S., Dumontier, P. (1996). *Performances économiques et manipulations comptables : une approche empirique*. 17^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Valenciennes.
- Charlety-Lepers, P., Sassenou, M. (1994). L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange : le cas français. *Revue Economique* 45 (3): 625-637.
- Charreaux, G. (1987). La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature. In *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise* (Ed, Charreaux, G.). Paris: Economica, 21-55.
- Charreaux, G. (1991). Structure de propriété, relation d'agence et performance financière. *Revue Economique* 42 (3): 521-552.
- Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*. Paris: Economica.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic values: the impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal* 7 (2): 119-139.

- Chen, S., DeFond, M.L., Park, C.W. (2002). Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2): 229-251.
- Chenhall, R.H., Moers, F. (2007). The issue of endogeneity within theory-based, quantitative management accounting research. *European Accounting Review* 16 (1): 173-195.
- Christie, A. E., Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. *The Accounting Review* 69 (4): 539-566.
- Coase, R.H. (1937). The nature of the firm. *Economica* 4 (16): 386-405.
- Cochran, W.G. (1952). The χ^2 test of goodness of fit. *Annals of Mathematical statistics* 23: 315-345.
- Cohen, E., Perez, R. (1999). Vingt ans d'analyse financière en France. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 5 (numéro spécial) : 61-76.
- Colasse, B. (1995). A quoi sert la recherche comptable ? *Revue Française de Comptabilité* 264 : 67-74.
- Colasse, B. (2000). Théories comptables. In *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit* (Ed, Colasse, B.). Paris: Economica, 1233-1244.
- Colasse, B. (2007). *Les fondements de la comptabilité*. Paris: Editions La Découverte.
- Cormier, D. (2007). *Comptabilité anglo-saxonne et internationale*. 2^{nde} Edition, Paris : Economica.
- Cormier, D., Demaria, S., Teller, R. (2007). *First-time adoption of IFRS, managerial incentives and stock market assessment: some French evidence*. Cahier de recherche, Université du Québec à Montréal.
- 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.
- Cormier, D., Martinez, I. (2006). The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: evidence from french IPOs. *The International Journal of Accounting* 41 (3): 209-236.
- Coulombe, D., Tondeur, H. (2001). Aspects contractuels de la comptabilité. In *Faire de la recherche en comptabilité financière* (Eds, Dumontier, P., Teller, R.). Paris: Vuibert, 193-209.
- Coutinet, N., Sagot-Duvaurox, D. (2003). *Economie des fusions acquisitions*. Paris: Editions La découverte.
- Daley, L., Vigeland, R. (1983). The effect of debt covenants and political cost on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics* 5 (3): 195-211.
- Da Silva Rosa, R., Sheung, A., Walter, T. (2000). *Is earnings management systematically associated with the use of stock payment in takeovers?* Working Paper, University of Sydney.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., Raman, K. (2001). Executive compensation and corporate acquisition decisions. *Journal of Finance* 56 (6): 2299-2336.
- DeAngelo, L.E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3(3): 183-199.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61 (3): 400-420.
- DeAngelo, L.E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 10 (1): 3-36.
- DeAngelo, L. E. (1990). Equity valuation and corporate control. *The Accounting Review* 65 (1): 93-112.

- DeAngelo, H., DeAngelo, L.E., Skinner, D.J. (1994). Accounting choices in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 113-143.
- De Bondt, W.F.M., Thomson, H.E. (1992). Is economic efficiency the driving force behind mergers. *Managerial and Decision Economics* 13(1): 31-44.
- Dechow, P.M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18 (1): 3-42.
- Dechow, P.M., Skinner, D. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14 (2): 193-226.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1): 51-89.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-226.
- Dechow, P.M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement action by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13(2): 1-36.
- Degos, J. G. (1995). L'évolution récente du commissariat aux apports et à la fusion. *La Revue du Financier* 101-102 : 95-109.
- Defond, M.L., Jiambalvo, L. (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *The Accounting Review* 66 (3): 643-655.
- Defond, M.L., Jiambalvo, L. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1-2): 145-176.
- Defond, M.L., Park, C.W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23 (2): 115-139.

- Degeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72 (1): 1-33.
- Dellenbarger, L.E. (1966). *Common stock valuation in industrial mergers*. Gainesville: University of Florida Press.
- Demirakos, E.G., Strong, N.C., Walker, M. (2004). What valuation models do Analysts use? *Accounting Horizons* 18 (4): 221-240.
- 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.
- D'engremont, G., Esmein, T., Rolland, P.O. (1997). L'évaluation pour les squeeze-out à la française. *Analyse financière* 112 : 81-91.
- Derhy, A. (1996). *Les opérations de fusions-acquisitions : analyse théorique et application au marché français*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Panthéon – Sorbonne.
- Derhy, A. (1997a). Gouvernement d'entreprise : mode optimal de résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et gestionnaires? *La revue du Financier* 111-112: 121-135.
- Derhy, A. (1997b). Fusions et Acquisitions : la logique sectorielle. *La revue Française de Gestion* 112 : 39-51.
- Dhaliwal, D.S. (1980). The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods. *The Accounting Review* 55(1): 78-84.
- Dhaliwal, D.S., Gleason, C.A., Mills, L.F. (2004). Last-chance earnings management: using the tax expense to meet analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research* 21(2): 431-459.
- Dhaliwal, D.S., Salamon, G.L., Smith, E.D. (1982). The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics* 4 (1): 41-53.

- Djama, C. (2002). *Les choix comptables et financiers des dirigeants d'entreprises en difficulté : approches théorique et empirique sur le marché boursier français*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse: Université Toulouse 1.
- Djama, C., Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange : le cas des fusions françaises. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 12 (2): 191-218.
- Dodd, P., Ruback, R. (1977). Tender offers and stockholder returns: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 5 (3): 351-373.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., Teoh, S.H. (2003). *Does investor misvaluation drive the takeover market*. Working Paper, The Ohio State University.
- D'Souza, J., Jacob, J., Ramesh, K. (2001). The use of accounting flexibility to reduce labor negotiation costs and manage earnings. *Journal of Accounting and Economics* 30 (2): 187-208.
- DuCharme, L.L., Malatesta, P.H., Sefcik, S.E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics* 71 (1): 27-49.
- Dumontier, P., Martinez, I. (2001). Les études d'évènements en comptabilité financière. In *Faire de la recherche en comptabilité financière* (Eds, Dumontier, P., Teller, R.). Paris: Vuibert, 103-115.
- Dumontier, P., Raffournier, B. (1989). L'information comptable : pour qui? Pour quoi? *Revue Française de Gestion* 73 : 23-29.
- Dunne, K.M. (1990). An empirical analysis of management's choice of accounting treatment for business combinations. *Journal of Accounting and Public Policy* 9 (2): 111-133.
- Easterwood, C. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research* 14 (1): 29-47.
- Eddey, P. H., Taylor, S. L. (1999). Director's recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. *Abacus* 35 (1): 29-45.

- Erhel, J. (1980). Les facteurs de l'évaluation dans les opérations de fusions absorptions. *Analyse financière* (2) : 66-72.
- Erickson, M., Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27 (2): 149-176.
- Evrard, Y., Pras, B., Roux, E. (2003). *Market : études et recherches en marketing*. 3^{ème} édition, Paris: Dunod.
- Fabozzi, F.J., Ferri, M.G, Fabozzi, T., Tucker, J. (1988). A note on unsuccessful tender offers and stockholder returns. *Journal of Finance* 43 (5): 1275-1283.
- Fabre Azema, F. (2003). *Le coût du capital en évaluation d'entreprise*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- Faccio, M., Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3): 365-395.
- Fama, E.F. (1965). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal* 21 (5): 55-59.
- Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25 (2): 383-423.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (2): 288-307.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fields, T., Lys, T., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1-3): 255-307.
- Firth, M. (1991). Corporate takeovers, stockholder returns and executive rewards. *Managerial and Decision Economics* 12 (6): 421-428.

- Foster, G. (1986). *Financial statement analysis*. 2nd edition, Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Francis, J., Huang, A.H., Rajgopal, S., Zang, A.Y. (2008). CEO reputation and earnings quality. *Contemporary Accounting Research* 25 (1): 109-147.
- Francis, J., Maydew, E., Sparks, C. (1999). The role of big six auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: a Journal of Theory and Practice* 18 (2): 17-35.
- Francoeur, C., Rakoto, P. (2006). *La gestion des bénéficiaires et la performance boursière : cas des entreprises acquéreuses canadiennes*. 27^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis.
- Francoeur, C., Rakoto, P., (2007). *Earnings management and post-merger financial performance of Canadian acquiring firms*. Cahier de Recherche, HEC Montréal.
- Franks, J.R, Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics* 40 (1): 163-181.
- Friedlan, J. M. (1994). Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research* 11 (1): 1-31.
- Galai, D., Masulis, R.W. (1976). The option pricing model and the risk factor of stocks. *Journal of Financial Economics* 3 (1-2): 53-82.
- Gaver, J., Gaver, K., Austin, J. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics* 19 (1): 3-28.
- Gilson, R.J., Scholes, M.S., Wolfson, M.A. (1988). Taxation and the dynamics of corporate control: the uncertain case for tax-motivated acquisitions. In *Knights, raiders and targets* (Eds, Coffee, J.C., Lowenstein, L., Rose-Ackerman, S.). New York: Oxford University Press, 271-299.
- Godard, L., Schatt, A. (2005). Les déterminants de la qualité des conseils d'administration français. *Gestion* 2000 22(4) : 81-101.

- Gorton, G., Kahl, M., Rosen, R. (2005). *Eat or be eaten: a theory of mergers and merger waves*. Working Paper NBER, Yale University.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3): 3-73.
- Groff, J.E., Wright, C.J. (1989). The market for corporate control and its implications for accounting policy choice. *Advances in Accounting* 7: 3-21.
- Grossman, S.J., Hart, O.D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics* 11 (1): 42-64.
- Guidry, F., Leone, A.J, Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics* 26 (1-3): 113-142.
- Hagerman, R.L, Zmijewski, M.E. (1979). Some economic determinants of accounting policy choice. *Journal of Accounting and Economics* 1 (2): 141-161.
- Hambrick, D.C., Cannella, A.A. (1993). Relative standing: a framework for understanding departures of acquired executives. *The Academy of Management Journal* 36 (4): 733-762.
- Hand, J. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *The Accounting Review* 65 (4): 740-763.
- Hanson, R. (1992). Tenders offers and free cash flow: an empirical analysis. *The Financial Review* 27 (2): 185-209.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54 (6): 1969- 1997.
- Hasbrouck, J. (1985). The characteristics of takeover targets: q and other measures. *Journal of Banking and Finance* 9 (3): 351-362.
- Haugen, R., Senbet, L. (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *Journal of Finance* 33 (2): 53-82.

- Hayn, C. (1989). Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions. *Journal of Financial Economics* 23 (1): 121-153.
- Hayward, M.L.A., Hambrick, D.C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly* 42 (1): 103-127.
- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3): 85-107.
- Healy, P, Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard settings. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., Tatham, R.L. (2006). *Multivariate data analysis*. 6th edition, Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.
- Heron, R., Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 (1): 137-155.
- Herrmann, D., Inoue, T., Thomas, W.B. (2003). The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41 (1): 89-107.
- Hietala, P., Kaplan, S.N., Robinson, D.T. (2003). What is the price of hubris? using takeover battles to infer overpayments and synergies. *Financial Management* 32 (3): 5-31.
- Holderness, C.G., Sheehan, D.P., (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics* 14 (4): 555-579.
- Holthausen, R.W. (1990). Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics* 12 (1-3): 207-218.
- Holthausen, R.W., Larcker, D.F., Sloan, R.G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19 (1): 29-74.

- Holthausen, R.W., Leftwich, R.W. (1983). The economic consequences of accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 5 (2): 77-117.
- Hunt, H.G. (1985). Potential determinants of corporate inventory accounting decisions. *Journal of Accounting Research* 23 (2): 448-467.
- Husson, B. (1987). *La prise de contrôle d'entreprises : motivations, conséquences et freins: une analyse des contextes français et américain*. 1^{ère} édition, Paris: Presse Universitaire de France.
- Jeanjean, T. (1999). *La théorie positive de la comptabilité : une revue des critiques*. Cahier de Recherche du CEREG, Université Paris Dauphine.
- Jeanjean, T. (2001). *Contribution à l'analyse de la gestion du résultat des sociétés cotées*. 22^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Metz.
- Jeanjean, T. (2002). *Gestion des résultats et gouvernement d'entreprise : une analyse des déterminants et formulation d'un modèle de mesure*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- Jeanjean, T. (2005). Watts et Zimmerman : les pères fondateurs de la théorie positive de la comptabilité. In *Les grands auteurs en Comptabilité* (Ed, Colasse B.). Colombelles : Editions Management et Société, 273-289.
- Jeanjean, T., Stolowy, H. (2006). *La compétence financière des conseils d'administration et de surveillance : mesure et déterminants*. 27^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis.
- Jensen, M.C. (1976). *Reflections on the state of accounting research and the regulation of accounting*. Stanford Lectures in Accounting, Stanford University.
- Jensen, M.C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics* 6 (2-3): 95-101.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.

- Jensen, M.C. (1988). Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives* 2 (1): 21-48.
- Jensen, M.C., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: management behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jensen, M.C., Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- Jensen, M.C., Smith, C.W. (2000). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: applications of agency theory. In *Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms* (Ed, Jensen, M.C.). Harvard: Harvard University Press, 136-167.
- Jeter, D.C., Shivakumar, L. (1999). Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management. *Accounting and Business Research* 29 (4): 299-319.
- Jiraporn, P., Dadalt, P.J. (2007). *Does founding family control affect earnings management? An empirical note*. Working Paper, Pennsylvania State University.
- Jolibert, A., Jourdan, P. (2006). *Marketing research : méthodes de recherche et d'études en marketing*. Paris: Dunod.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Kaplan, S.N., Weisbach, M.S. (1992). The success of acquisitions: evidence from divestitures. *Journal of Finance* 47 (1): 107-138.
- Kaszniak, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37 (1): 57-81.
- Kennedy, V.A., Limmack, R.J (1996). Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control. *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (2): 267-285.

- Key, K.G. (1997). Political cost incentives for earnings management in the cable television industry. *Journal of Accounting and Economics* 23 (3): 309-337.
- Kim, J., Chung, R., Firth, M. (2003). Auditor conservatism, asymmetric monitoring and earnings management. *Contemporary Accounting Research* 20 (2): 323-359.
- Kim, M., Ritter, J.R. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics* 53 (3): 409-437.
- Kini, O., Kracaw, W., Mian, S. (1995). Corporate takeovers, firm performance, and board composition. *Journal of Corporate Finance* 1 (3-4): 383-342.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.
- Koumanakos, E., Siriopoulos, C., Georgopoulos, A. (2005). Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal* 20 (7): 663-678.
- Labelle, R., Thibault, M. (1998). Gestion du bénéfice à la suite d'une crise environnementale : un test sur l'hypothèse des coûts politiques. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 4 (1) : 69-81.
- La Chapelle, P. (2007). *L'évaluation des entreprises*. 3^{ème} édition, Paris: Economica.
- Lang, L., Stulz, R., Walking, R. (1989). Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics* 24 (1): 137-154.
- Lang, L., Stulz, R., Walking, R. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: the case of bidder returns. *Journal of Financial Economics* 29 (2): 315-335.
- Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., Magnan, M., Gay-Angers, S. (2006). On the relationship between voluntary disclosure, earnings smoothing and the value-relevance of earnings: the case of Switzerland. *European Accounting Review* 15 (4): 465-505.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- LaSalle, R., Jones, S., Jain, R. (1993). The association between executive succession and discretionary accounting changes: earnings management or different perspectives? *Journal of Business Finance and Accounting* 20 (5): 653-671.
- Le Nadant, A. L. (1999). La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 5 (2): 61-82.
- Le Nadant, A. L. (2000). *La performance des LBO : l'expérience française*. Doctorat en sciences de gestion, Rennes: Université Rennes 1.
- Lewellen, W.G (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance* 26 (2): 521-537.
- Liberty, S.E., Zimmerman, J.L (1986). Labor union contract negotiations and accounting choices. *The Accounting Review* 61 (4): 692-712.
- Lilien, S., Pastena, V. (1982). Determinants of intramethod choice in oil and gas industry. *Journal of Accounting and Economics* 4 (3): 145-170.
- Lollivier, S. (2006). *Econométrie avancée des variables qualitatives*. Paris: Economica.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 74 (1): 121-148.
- Maddala, G.S. (1983). *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Magnan, M., Nadeau, C., Cormier, D. (1999). Earnings management and antidumping investigations: some Canadian evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences* 16 (2): 149-162.
- Malmendier, U., Tate, G. (2003). *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. Working Paper, Stanford University.

- Malmendier, U., Tate, G. (2005a). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance* 60 (6): 2661-2700.
- Malmendier, U., Tate, G. (2005b). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence, measures revisited. *European Financial Management* 11 (5): 649-659.
- Malhotra, N., Decaudin, J.M., Bouguerra, A. (2004). *Etudes marketing avec SPSS*. 4^{ème} édition, Paris: Pearson Education France.
- Mandelker, G. (1974). Risk and return: the case of merging firms. *Journal of Financial Economics* 1 (4): 303-335.
- Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy* 73 (2): 110-120.
- Mard, Y. (2002). *Déterminants et instruments de la gestion des résultats comptables : Etude empirique sur un échantillon d'entreprises françaises cotées*. Doctorat en sciences de gestion, Aix-Marseille: Université Paul Cézanne.
- Mard, Y. (2004a). Les sociétés françaises cotées gèrent-elles leurs chiffres comptables afin d'éviter les pertes et les baisses de résultats? *Comptabilité - Contrôle – Audit* 10 (2): 73-98.
- Mard, Y. (2004b). *Gestion des résultats comptables : l'influence de la politique financière, de la performance et du contrôle*. 25^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Orléans.
- Mard, Y. (2006). *Les cessions d'actifs : un moyen de gérer le résultat comptable ?* 27^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis.
- Mard, Y., Boisselier, P, Ged, A. (1996). *Cessions d'actifs et gestion des résultats comptables : le cas français*. Cahier de recherche du CEROG, Université d'Aix en Provence.

- Mard, Y., Marsat, S. (2008). *Les stratégies comptables entourant un changement de dirigeant en France*. 29^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Cergy Pontoise.
- Martin, K.J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *Journal of Finance* 51 (4): 1127-1246.
- Martin, K.J, McConnell, J.J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *Journal of Finance* 46 (2): 671-687.
- Martinez, I. (1994). *La pertinence de l'information comptable dans les rendements boursiers : une étude empirique sur le marché français*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse: Université Toulouse 1.
- Martinez, I. (2004). Le résultat net : une mesure comptable pertinente pour les marchés financiers. In *Mesure(s)* (Eds, Martinez, I., Pochet, C.). Toulouse: Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse, 52-67.
- Martinez, I., Saboly, M. (2005). Alertes sur résultats : confirmation ou anticipation des difficultés ? *Revue Internationale de Gestion* 30 (3) : 49-58.
- Matsumoto, D.A. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77 (3): 483-514.
- Mayrhofer, U. (2000). *Les rapprochements d'entreprises, une nouvelle logique stratégique ? Les réponses françaises et allemandes dans les années 1990*. Doctorat en sciences de gestion, Strasbourg : Université Strasbourg 3.
- McNichols, M., Wilson, P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research* 26 (3): 1-31.
- Meier, O., Schier, G. (2006). *Fusions acquisitions : stratégie, finance, management*. 2nd édition, Paris: Dunod.
- 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): 137-156.

- Modigliani, F., Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. *American Economic Review* 53 (3): 433-443.
- Moehrle, S.R. (2002). Do firms use restructuring charge reversals to meet earnings targets? *The Accounting Review* 77 (2): 397-413.
- Montier, J. (2001). Comptabilité et stratégie de regroupement : mouvement de concentration et création de valeur. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 7 (1) : 23-40.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1988). Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. In *Corporate takeovers: causes and consequences* (Ed, Auerbach, A.J.). Chicago: University of Chicago Press, 101-136.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions ? *Journal of Finance* 45 (1): 31-48.
- Morin, F., Rigamonti, E. (2002). Evolution et structure de l'actionnariat en France. *Revue Française de Gestion* 141: 155-181.
- Mueller, D.C. (1969). A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics* 83 (4): 643-659.
- Mulherin, J.H, Boone, A.L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance* 6 (2): 117-139.
- Murphy, K.J., Zimmerman, J.L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 273-315.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
- Myers, J.N., Myers, L.A., Skinner, D.J. (2007). Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 22 (2): 249-284.

- Navatte, P. (1978). *Analyse économique et financière des opérations de fusion absorption menées par les entreprises françaises 1962-1974*. Doctorat en sciences de gestion, Rennes: Université Rennes 1.
- Nguyen, V. T. (2005). *Facteurs et performance des prises de contrôle : le cas de la France 1987-2004*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- Niehaus, G.R. (1989). Ownership structure and inventory method choice. *The Accounting Review* 64 (2): 269-284.
- North, D. S., O'Connell, B. T. (2002). *Earnings management and mode of payment in takeovers*. Working Paper, University of Richmond Virginia.
- Palepu, K.G., (1986). Predicting takeover targets, a methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8 (1): 3-35.
- Paquerot, M. (1996). *Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises*. Doctorat en sciences de gestion, Dijon: Université de Bourgogne.
- Paturel, R. (1978). *Croissance interne et croissance externe des entreprises : l'exemple français de la période récente*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Panthéon-Sorbonne.
- Pearce, J.A., Zahra, S.A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies* 29 (4): 411-438.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research* 30 (4): 313-326.
- Pécherot, B. (2000). La performance sur longue période des acquéreurs français. *Banque et Marchés* 46: 31-39.
- Perier, S. (1997). *Gestion des résultats comptables et introduction en bourse : hypothèses et résultats empiriques*. 14^{ème} journée internationale de l'Association Française de Finance, Grenoble.

- Perier, S. (1998). *Gestion des résultats comptables et introduction en bourse*. Doctorat en sciences de gestion, Grenoble: Université Pierre Mendès France.
- Perry, S.E., Williams, T.H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics* 18 (2): 157-179.
- Phélizon, C. (2001). L'impact des offres publiques sur la richesse des actionnaires : une étude des anticipations des agents sur le motif de l'acquisition. *Revue d'Economie Financière* 61: 139-155.
- Piot, C., Janin, R. (2004). *Qualité de l'audit, gouvernance et gestion du résultat comptable en France*. 25^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Orléans.
- Piot, C., Janin, R. (2005). *Audit quality, corporate governance and earnings management in France*. 28th annual congress of European Accounting Association, Göteborg.
- Piot, C., Janin, R. (2007). External auditors, audit committees and earnings management in France. *European Accounting Review* 16 (2): 429-454.
- Piot, C., Janin, R. (2008). *L'influence des auditeurs externes et des comités d'audit sur le contenu informatif des manipulations comptables*. 29^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Cergy Pontoise.
- Plummer, E., Mest, D. (2001). Evidence on the management of earnings components. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 16 (4): 301-323.
- Pochet, C. (1998). Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement d'entreprise. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 4 (2) : 71-88.
- Pochet, C. (2000). *L'audit des risques dans les opérations de fusions – acquisitions : le cas Aérospatiale – Matra*. 11^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Angers.

- Pochet, C., Yeo, H. (2004). Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques ? *Comptabilité – Contrôle - Audit* 10 (2): 31-54.
- Poitras, G., Wilkins, T., Kwan, Y.S. (2002). The timing of asset sales: evidence of earnings management? *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (7-8): 903-934.
- Posner, R.A. (1974). Theories of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science* 5 (2): 335-358.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and non routine executive changes. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 317-336.
- Raffournier, B. (1990). La théorie positive de la comptabilité : une revue de la littérature. *Economies et Sociétés - Série Sciences de Gestion* 16: 137-166.
- Rees, L., Gill, S., Gore, R. (1996). An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research* 34 (3): 157-169.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D.T., Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: the empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 77 (3): 561-603.
- Rivière, A. (2007). *Politique de réduction des coûts et annonce de politique de réduction des coûts : étude des discours des entreprises françaises cotées*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse: Université Toulouse 1.
- Robinson, J.R., Shane, P.B. (1990). Acquisition accounting method and bid premia for target firms. *The Accounting Review* 65 (1): 25-48.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59 (2): 197-216.
- Ronen, J., Sadan, S. (1975). Classificatory smoothing: alternative income models. *Journal of Accounting Research* 13 (1): 133-149.

- Roosenboom, P. (2007). How do underwriters value initial public offerings? An empirical analysis of the French IPO market. *Contemporary Accounting Research* 24 (4): 1217-1243.
- Rosenstein, S., Wyatt, J.G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26 (2): 175-191.
- Saada, T. (1995). Les déterminants des choix comptables : études des pratiques françaises et comparaison franco- américaine. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 1 (2) : 52-74.
- Saboly, M. (1994). *Les déterminants de la qualité des produits comptables des entreprises : le rôle du dirigeant*. Doctorat en sciences de gestion, Poitiers: Université de Poitiers.
- Saboly, M. (2001). Information comptable et défaillance des entreprises. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 7 (2) : 67-86.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3 (4): 91-102.
- Schwert, G.W. (2000). Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder? *Journal of Finance* 55 (6): 2599-2640.
- Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the gains from takeovers. *Journal of Finance* 46 (1): 409-419.
- Shabou, R., Boulila Taktak, N. (2002). Les déterminants de la comptabilité créative : étude empirique dans le contexte des entreprises tunisiennes. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 8 (1) : 5-24.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economic* 29 (3): 339-371.
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 167-198.

- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1989). Management entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* 25 (1): 123-139.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Shleifer, A., Vishny, R. (2003). Stock market driven acquisition. *Journal of Financial Economics* 70 (3): 295-311.
- Skinner, D.J., Sloan, R.G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7 (2-3): 289-312.
- Sloan, R.G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (3): 289-315.
- Slovin, M.B., Sushka, M.E. (1998). The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 49 (2): 255-279.
- Smith, E.D. (1976). The effect of separation of ownership and control on accounting policy decisions. *The Accounting Review* 51 (4): 707-723.
- Smith, R.L, Kim, J.H. (1994). The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns thresholds. *Journal of Business* 67 (2): 281-301.
- Soo, B.S. (1999). Accrual response to mandated accounting principles: the case of SFAS Nos. 2 and 34. *Journal of Accounting and Public Policy* 18 (1): 59-84.
- Stepniewski, J. Souid, S. (2008). *Indépendance du conseil d'administration et gestion du résultat*. 29^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Cergy Pontoise.
- Stolowy, H. (1993). Le changement de date de clôture : une solution miracle pour améliorer les résultats ? *Revue de Droit Comptable* 93 (4): 107-116.
- Stolowy, H. (1994). Existe-t-il vraiment une comptabilité créative ? *Revue de Droit Comptable* 94 (4) :79-108.

- Stolowy, H. (2000). Comptabilité créative. In *Encyclopédie de comptabilité, de contrôle de gestion et audit* (Ed, Colasse, B.). Paris: Economica, 57-178.
- Stolowy, H., Breton, G. (2003). La gestion des données comptables : une revue de la littérature. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 9 (1) : 125-152.
- Sudarsanam, S., Holl, P., Salami, A. (1996). Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure. *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (5-6): 673-698.
- Sundgren, S. (2003). *Earnings management preceding acquisitions*. Working Paper, Swedish School of Economics and Business Administration.
- Sweeney, A.P. (1994). Debt covenant violations and managers' accounting responses *Journal of Accounting and Economics* 17 (3): 281-308.
- Tenenhaus, M. (2007). *Statistique : méthodes pour décrire, expliquer et prévoir*. Paris: Dunod.
- Teoh, S.H, Welch, I., Wong, T. J. (1998a). Earning management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 53 (6): 1935-1974.
- Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J. (1998b). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50 (1): 63-99.
- Thauvron, A. (1998). Etude des modes d'évaluation lors des offres publique. In *Marchés financiers et gouvernement de l'entreprise* (Eds, Bréchet, J.P., Mévellec, P.). Nantes: Presses Académiques de l'Ouest, 529-543.
- Thauvron, A. (2000a). *Mesures et gestion de l'asymétrie d'information avant une offre publique*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Val de Marne.
- Thauvron, A. (2000b). La manipulation du résultat comptable avant une offre publique. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 6 (2) : 97-114.

- Thibierge, C. (1997). *Contribution à l'étude des déterminants de la comptabilisation des investissements immatériels*. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.
- Tinic, S. (1990). A perspective on the stock market's fixation on accounting numbers. *The Accounting Review* 65 (4): 781-796.
- Tondeur, H. (1996). *Les choix comptables en matière d'établissement des comptes consolidés des sociétés françaises : un essai d'explication par la théorie positive de la comptabilité*. Doctorat en sciences de gestion, Lille: Université Lille 1.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal* 11 (4) : 283-295.
- Travlos, N.G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock return. *Journal of Finance* 42 (4): 943-963.
- Trébucq, S. (2000). *Conséquences des méthodes d'évaluation sur la détermination des valeurs d'échange : le cas des fusions françaises de 1992 à 1996*. Doctorat en sciences de gestion, Bordeaux: Université Bordeaux 4.
- Trébucq, (2005). L'actionnaire minoritaire, le commissaire, l'avocat et le juge : histoire d'une fusion litigieuse. In *L'entreprise, le chiffre et le droit* (Eds, Degos, J.G., Trébucq, S.). Bordeaux, 385-409.
- Trébucq, S. (2007). *Minority shareholders expropriation: evidence from a French case study*. 30th annual congress of *European Accounting Association*, Lisbonne.
- Walker, M.M. (2000). Corporate takeover, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth. *Financial Management* 29 (1): 53-56.
- Walsh, J.P., Seward, J.K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of management review* 15 (3): 421-458.
- Warfield, T.D., Wild, J.J., Wild, K.L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (1): 61-91.

- Waterhouse, J., Gibbins, M., Richardson, C. (1993). Strategic financial disclosure: evidence from Labor negotiations. *Contemporary Accounting Research* 9 (2): 526-550.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of a determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53 (1): 112-134.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International Editions.
- Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review* 65 (1): 131-156.
- Weston, J.F. (1966). The determination of share exchange ratio in mergers. In *The corporate merger* (Eds, Alberts W.W., Segall J.E.). Chicago: University of Chicago Press, 117-138.
- Weston, J.F., Mitchell, M.L., Mulherin, J.H. (2004). *Takeovers, restructuring and corporate governance*. 4th edition, Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.
- Williamson, O.E. (1975). *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: a study in the economics of internal organization*. New York: The Free Press.
- Williamson, O.E. (1985). *The economic institutions of capitalism, firms, markets, relation contracting*. New York: The Free Press.
- Woodridge, J.M (2006). *Introductory econometrics: a modern approach*. 3rd edition, Mason: Thomson South-Western.
- Wu, Y.W. (1997). Management buyout and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 12 (4): 373-389.
- Young, S. (1998). The determinants of managerial accounting policy choice. *Accounting and Business Research* 28 (2): 131-143.

Zmijewski, M.E., Hagerman, R.L. (1981). An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice. *Journal of Accounting and Economics* 3 (2): 129-149.