

Gestion comptable et réelle des résultats et mode de financement des fusions-acquisitions

Kaoutar Kandou,
M.Sc., ESG UQAM

Denis Cormier,
Dr. Sc. Econ., ESG UQAM

École des sciences de la gestion, Université du Québec à Montréal (ESG-UQAM)

P. O. Box 8888, Downtown postal station

Montreal, Quebec, Canada H3C 3P8

UQAM

Les auteurs remercient l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) pour son soutien financier. Le contenu de cet article ne reflète pas nécessairement l'opinion de l'Autorité et les erreurs éventuelles relèvent de la responsabilité des auteurs.

Gestion comptable et réelle des résultats et mode de financement des fusions-acquisitions

Résumé

Les transactions de fusions-acquisitions ont été identifiées comme offrant un cadre propice aux manipulations comptables. L'objectif de cet article est d'analyser la relation entre la gestion des résultats et le choix de la modalité de paiement des transactions de fusions-acquisitions. Nos résultats, basés sur un échantillon de firmes canadiennes, tendent à montrer que les dirigeants des firmes initiatrices des offres de fusions-acquisitions qui financent la transaction par échange de titres procèdent un an avant l'annonce de l'opération à une gestion comptable et réelle des résultats. Nous observons également un effet de substitution entre les deux pratiques de gestion des résultats. De plus, les entreprises endettées, celles qui disposent d'un meilleur niveau de liquidité et d'une bonne performance économique sont plus enclines à financer la fusion-acquisition au comptant plutôt que par échange de titres. Enfin, la gouvernance du conseil d'administration réduit l'ampleur de la gestion comptable des résultats mais non la gestion réelle. Toutefois, nos résultats ne sont pas affectés de façon significative en tenant compte de la qualité de la gouvernance.

Mots-clés : Gestion comptable des résultats, gestion réelle des résultats, fusions-acquisitions, gouvernance.

Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) have been identified as providing a context for earnings manipulation. The objective of this paper is to examine the relationship between earnings management and the form of payment in mergers and acquisitions. Our results, based on a sample of Canadian firms suggest that managers of initiating firms that finance the transaction through stocks shall a year before the announcement of the transaction proceed to accruals management and real earnings management. Results also suggest a substitution effect between the two earnings management tools. Moreover, indebted companies, those that have better liquidities and good financial performance are more likely to finance M&A in cash rather than through stocks. Finally, the board governance reduces the magnitude of accruals management but not of real earnings management. However, our results are not significantly affected when controlling for the quality of governance.

Key words: Accruals management, real earnings management, mergers and acquisitions, governance.

Introduction

Erreurs de gestion, fraudes ou simples maquillages des comptes, les scandales financiers ont eu d'énormes conséquences sur le monde économique. Celui d'Enron en 2001, était et demeure toujours une source d'interrogations dans la littérature académique en comptabilité. Les recherches antérieures ont également porté sur l'étendue du pouvoir discrétionnaire des dirigeants en ce qui concerne l'information comptable et financière diffusée par les entreprises. En effet, et sans enfreindre les règles comptables et dans le respect du cadre légal, ces dirigeants profitent de la latitude qui leur est offerte afin d'agir sur la présentation et le contenu des états financiers, particulièrement sur le résultat comptable. On parle alors de gestion des résultats (Schipper, 1989).

Ces manipulations comptables ont pour objet d'ajuster délibérément les résultats pour parvenir à un niveau de profit particulier (Clikeman, Geiger et O'Connel, 2000), afin de satisfaire les actionnaires et pouvoir ainsi modifier la rémunération des dirigeants (Schipper, 1989) et parfois de tromper les investisseurs en créant l'illusion que les objectifs fixés auparavant ont bien été atteints (Healy et Wahlen, 1999). La littérature financière avance plusieurs autres motivations à la gestion des résultats. Certaines se rapportent à la théorie positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986), d'autres à la théorie des signaux (Ross, 1997). Les transactions de fusions et acquisitions offrent également un cadre propice à la gestion des résultats tant pour les dirigeants de l'entreprise cible que pour ceux de l'acquéreur (Easterwood, 1998 ; Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002).

La présente étude consiste à examiner la gestion des résultats par les firmes initiatrices des opérations de fusions-acquisitions dans le contexte Canadien. Nos résultats sont à l'effet que les dirigeants des firmes initiatrices des offres de fusions-acquisitions qui financent la transaction par échange de titres procèdent un an avant l'annonce de l'opération à une gestion comptable et réelle des résultats. Nous observons également un effet de substitution entre les deux pratiques de gestion des

résultats. De plus, les entreprises endettées, celles disposant d'un meilleur niveau de liquidités et d'une bonne performance économique sont plus enclines à financer la F-A au comptant plutôt que par échange de titres. Enfin, la gouvernance exercée par le conseil d'administration réduit l'ampleur de la gestion des résultats par les accruals mais non par la gestion réelle. Toutefois, nos résultats ne sont pas affectés de façon significative en tenant compte de la gouvernance.

La suite de l'article s'articule comme suit : À la section 1, nous décrivons le contexte et l'objectif de l'étude. Dans un second temps, nous présentons le cadre théorique, la revue de la littérature et le développement des hypothèses. Troisièmement, nous présentons la méthodologie. À la section 4, nous analysons les résultats de l'étude. Enfin, la dernière section tient lieu de conclusion.

1. Contexte et objet de l'étude

L'idée de base de cette étude consiste à appréhender la gestion des résultats comptable et réelle sous l'angle des stratégies de fusions et acquisitions. Plus précisément, nous allons examiner la relation entre la gestion comptable des résultats, la gestion réelle des résultats et le mode de financement des transactions : paiement en titres ou en liquidités. L'objectif des dirigeants des firmes acquéreuses est d'émettre le minimum d'actions possible, ce qui pourrait les motiver à gonfler les résultats comptables pour augmenter le prix de leurs propres actions (Mahdavi et al., 2012). Cet article porte uniquement sur les firmes initiatrices de l'opération, parce qu'une fois l'OPA déclenchée, il semblerait qu'il soit trop tard pour les dirigeants de la cible de procéder à une gestion opportuniste des résultats à la hausse, dans le but de d'inciter les actionnaires à rejeter l'offre (Easterwood, 1998).

Dans la dynamique actuelle des marchés, disposer d'une information comptable fiable est primordiale non seulement pour l'entité, mais également pour tous ses partenaires. Une nécessité qui s'est davantage accentuée après l'occurrence des grands scandales financiers qui ont secoué les entreprises américaines à la fin des

années 90 ; comme Xerox (2000), Enron (2001) et WorldCom (2002). Par conséquent, et afin de promouvoir leur relation avec les différentes parties prenantes, les entreprises – surtout celles dont les titres sont négociés sur les marchés boursiers – ont augmenté le niveau de divulgation de leur information financière (Lymer, 1999 ; Debreceny et al., 2002). Pour ce faire, elles ont eu recours, entre autres, à internet pour publier les différents documents financiers, ce qui a poussé les organes de réglementation à mettre en place des plates-formes bien structurées permettant ainsi de normaliser les pratiques de divulgation d'informations financières sur internet. Le premier système a été développé par la SEC aux Etats-Unis (EDGAR) suivi par SEDAR au Canada (Sabrietal, 2011).

Cette vague de scandales financiers a entraîné la faillite de plusieurs entreprises, la chute de la capitalisation boursière américaine et la perte de la confiance des pourvoyeurs de fonds envers la crédibilité de l'information financière. Ainsi, et afin d'assurer le retour et le maintien de cette confiance, l'État américain a réagi rapidement en votant le 30 juillet 2002 la loi Sarbanes-Oxley. Une loi qui vise principalement à protéger les investisseurs, en prévenant et en réduisant les risques de fraude et les conflits d'intérêts d'une part, et en favorisant la transparence de l'information financière dans l'objectif de rétablir la confiance des partenaires de la firme, d'autre part. En effet, l'idée derrière ce projet de loi consiste à accroître l'implication des organes de contrôle, tant au niveau interne qu'externe. En ce sens, les directives suivantes ont été formulées (Draief et Chouaya, 2012) :

- Dans une optique disciplinaire de la gouvernance, la loi incite les conseils d'administration et les comités d'audit à bien assumer leur rôle de surveillance, elle recommande la présence d'au moins un expert financier sur le comité d'audit ainsi que l'indépendance totale de ses membres.
- De plus, la loi impose au directeur général et au directeur financier de certifier les états financiers. Ceux-ci devant être datés et signés. Par ailleurs, des sanctions d'ordre pénal sont infligées à ceux qui produisent des certifications d'états financiers non conformes.

- En outre, et afin d'augmenter le niveau de légitimité des auditeurs légaux, la loi a renforcé la réglementation sur leur indépendance.
- Cette loi oblige aussi à instaurer des dispositifs opérationnels de contrôle interne normalisés. En pratique le COSO est le référentiel le plus utilisé.
- Finalement des pénalités pour fraudes comptables plus sévères ont été mises en place.

Dans cette même lignée, d'autres États ont vite suivi après avoir été secoués par leurs propres scandales notamment la France, avec le cas Vivendi, qui a adopté la loi sur la sécurité financière, qui consiste à renforcer les dispositions légales en matière de gouvernance d'entreprise et le Canada, qui a adopté des réformes analogues à celles appliquées aux États-Unis dans le but de conserver la confiance des investisseurs vis-à-vis des politiques canadiennes en matière de divulgation de l'information financière. Ainsi, une série de règlements ont été ratifiés¹ :

- « Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intérimaires des sociétés ;
- 52-110, règlement sur les comités de vérification ;
- Règlement 52-111, concerne les contrôles internes ;
- Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance ;
- Règlement 58-201 relatif à la gouvernance ;
- Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue ;
- Règlement 52-107 sur les principes comptables, normes de vérification et monnaies de présentation acceptables ;
- Projet de règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs ;
- Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers. »

¹« La réponse du Canada à la loi américaine sarbanes-oxley de 2002 : nouvelles orientations pour la gouvernance d'entreprise ». Division de l'économie, le 4 octobre 2005.
<http://www.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/prb0537-f.htm>. Préparé par T. Gray.

La réglementation canadienne en ce sens est calquée sur la législation américaine. L'adoption de Sarbanes-Oxley en Juillet 2002 a incité les chercheurs à étudier les implications de cette loi sur : la fiabilité de l'information comptable et gouvernance ; les déterminants ainsi que les remèdes aux manipulations de l'information financière, leurs effets sur les marchés boursiers et les moyens de prévenir et prédire la résurgence de ce type de scandale (Ardekani et al., 2012). Parmi les raisons les plus invoquées et à l'origine du manque de fiabilité et de pertinence de l'information financière divulguée, la pratique de la gestion des résultats semble être la plus importante (Munter, 1999 ; Ketz, 1999 ; Ardoin, 2009 ; Pikula, 2010 ; Commerford et al., 2014). En effet, Healy et Whalen (1999) présument que la gestion du résultat intervient lorsque les managers utilisent leur latitude discrétionnaire dans le processus de comptabilité financière.

En pratique, la mise en évidence d'une gestion des résultats peut s'avérer compliquée en raison de la difficulté de déterminer dans quelle mesure les managers gèrent ces résultats pour satisfaire leur propre utilité. Par conséquent, les chercheurs examinent dans quelles circonstances les gestionnaires seraient plus enclins à prendre des mesures pour manipuler les résultats. Ainsi, des tentatives ont été faites pour identifier les contextes favorisant une gestion des résultats. En effet, les entreprises évoluent sur des marchés caractérisés par une forte concurrence (marché des biens et services, marché financier, marché du travail...).

Cet environnement concurrentiel soumet les dirigeants à de multiples incitations à la gestion des résultats. Parmi celles-ci, on distingue :

- La minimisation des coûts de financement : Différentes recherches ayant étudié la question constatent que les entreprises les plus endettées gèrent leurs résultats à la hausse (Bushee, 1998 ; DeFond et Jiambalvo, 1994).

- Une mauvaise performance comptable et/ou boursière : les dirigeants peuvent choisir de gérer les résultats à la hausse afin de dissimuler les difficultés de la firme. Une autre manière d'y procéder consiste à faire un "nettoyage des comptes" ("big bath accounting"). Selon cette hypothèse, les managers peuvent prendre des décisions

comptables ayant un impact négatif sur le résultat, ils liquident ainsi les pertes et repartent sur des bases saines (Murphy et Zimmerman, 1993).

Dans la littérature, les opérations en capital ont également été identifiées comme une motivation importante pour altérer la rentabilité opérationnelle de la firme (Beauchamp, 2013). A ce propos, Kenneth et Pennywell (2011) notent que les directeurs financiers procèdent parfois à une gestion des résultats à la hausse avant la date spécifique conduisant à une introduction en bourse, un Management Buy Out (MBO), une fusion-acquisition, ou autres offres importantes pour réduire, d'une part les coûts liés à l'opération et la dilution du pouvoir des actionnaires existants, d'autre part. Ces opérations sur le capital peuvent se révéler inévitables au cours de la vie d'une entreprise afin de lui permettre par exemple de renforcer ses fonds propres, d'accroître sa taille ou de se restructurer et gagner en compétitivité. Sous l'impulsion du mouvement de mondialisation, ces stratégies de croissance externes représentent aujourd'hui un instrument clé dont disposent les managers pour créer de la valeur. Parmi ces stratégies, on distingue les opérations de fusions-acquisitions. En cas de réussite, ces politiques de développements peuvent être une source considérable de croissance et de création de valeur. En cas d'échec, de sérieux problèmes peuvent se manifester (pertes d'emploi, conflits de pouvoir, problèmes d'opacité et de gouvernance), détruisant rapidement de la valeur. Ces opérations connaissent une expansion fulgurante depuis près de trois décennies. 2014 est vue globalement comme une année record pour les activités de F-A. Selon le magazine américain Fortune² les F-A ont été évaluées à 3,5 milliards de US\$ en 2014, une évolution de 47% par rapport à l'année 2013. Le marché canadien n'échappe pas à cette tendance, selon un rapport publié par PwC³, 2014 a été une année forte pour les F-A au Canada également, le nombre ainsi que la valeur totale des transactions ayant progressé de 12,5% et de 18,5% respectivement.

² <http://fortune.com/2015/01/05/2014-was-a-huge-year-for-ma-and-private-equity/>

³ <https://www.pwc.com/ca/en/managing-in-a-downturn/capital-markets-flash/publications/pwc-cmf-2015-02-05-en.pdf>

La littérature portant sur la gestion des résultats, distingue entre la gestion comptable et la gestion réelle des résultats. Selon Cohen et al. (2007), l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis en juillet 2002 et sa version canadienne en janvier 2004, pourraient avoir modifié la préférence des gestionnaires pour l'utilisation de la gestion réelle versus la gestion comptable des résultats, ceci dans l'objectif d'apaiser les craintes des différentes parties prenantes. Graham et al. (2005) abondent dans le même sens en constatant une tendance haussière à l'utilisation d'une combinaison de gestion comptable et réelle des résultats.

2. Cadre théorique, revue de la littérature et développement des hypothèses

2.1. Fondements théoriques

La culture d'entreprise constitue l'ensemble des règles, des codes de conduite et des valeurs d'une organisation. Ces valeurs organisationnelles sont à leur tour des points de repère permettant d'orienter les décisions et de guider les actions au quotidien, les employés s'approprient ces valeurs. Un nombre grandissant d'entreprises et d'organisations prospères attribuent une part de leur succès à une culture organisationnelle solide et équilibrée. En effet, une firme pourrait préconiser des valeurs tels que le respect, la responsabilité, l'intégrité et la transparence pour l'atteinte de ses objectifs ou inversement faire de la quête de profit, à tout prix, sa seule et unique valeur (Arnold et Lange, 2004). Ce dernier cas de figure favorise l'apparition de comportements opportunistes et par conséquent l'émergence de divers problèmes d'agence dont celui de la gestion des résultats. De par sa nature, la relation d'agence pose problème dans la mesure où les intérêts personnels du principal et de l'agent peuvent être divergents (Jensen et Meckling, 1976).

Un autre sujet controversé qui pourrait être, dans certains cas, motivé par des incitations à manipuler les résultats est celui du traitement comptable des dépenses de recherche et développement (R&D). En effet, selon Hall (2002) les frais de R&D

sont susceptibles d'augmenter l'asymétrie d'information qui amplifie à son tour le problème d'agence.

Deux approches théoriques ont été alors utilisées pour expliquer les incitatifs à la gestion des résultats, la théorie comptable positive (Watts et Zimmerman, 1986) et de la théorie des signaux (Ross, 1997).

Selon la théorie comptable positive (Watts et Zimmerman, 1986) :

- Les dirigeants sont opportunistes et utilisent toutes les facultés que leur offrent les règles comptables pour la publication de chiffres comptables qui leur conviennent le mieux. Le but étant parfois l'atteinte d'objectifs personnels.
- Les dirigeants choisissent simplement d'appliquer les normes comptables de façon efficiente, dans le but de maximiser la valeur de l'entreprise pour les actionnaires.

La théorie comptable positive de Watts et Zimmerman (1986) a été employée dans le contexte particulier des stratégies de croissance externe. En effet, dans le cas d'une offre publique d'achat (OPA), la direction de la firme cible n'est pas nécessairement impliquée. L'offre est faite publiquement aux actionnaires de la société visée : une proposition d'achat d'un certain nombre d'actions, dans un délai donné, à un prix généralement supérieur à leur cours. L'OPA peut se faire avec ou sans l'accord de la société visée. Ceci peut motiver la direction de la société cible à procéder à une gestion des résultats.

Quand la fusion est basée sur un échange de titres, la valeur d'échange sera affectée par la valeur de marché des actions des deux sociétés à la date de la fusion ou à l'approche de cette date. Étant donné que cette valeur est basée sur les flux de trésorerie (cash flows) futurs, la firme acquéreuse pourrait être motivée à bonifier ses résultats comptables avant le début de la négociation dans le but d'accroître la valeur des actions (Goodwin, 2009) et ainsi baisser le ratio d'échange en minimisant la dilution des actions des actionnaires et dirigeants actuels. Une gestion opportuniste des résultats du côté de l'entreprise cible, permettrait aux dirigeants de cette entreprise de conserver leur emploi en s'opposant à l'offre publique d'achat (OPA). Une gestion efficiente des résultats (chez la firme initiatrice et chez la cible) viserait

plutôt à influencer positivement le prix d'achat que recevront les actionnaires (Nam, 2011). La littérature empirique comptable s'est également intéressée à la manipulation des résultats comptables lors des propositions de rachat par les cadres dirigeants (MBO).

Le Management Buy-Out (MBO) est une opération par laquelle les dirigeants ou les salariés d'une entreprise en font l'acquisition, soit par la création d'une société mère qu'ils vont contrôler, ou en ayant recours à des emprunts à long terme obtenus grâce à la solvabilité de l'entreprise. Cette opération renforce l'asymétrie informationnelle qui existe entre les actionnaires et les dirigeants parce que ces derniers disposent d'une meilleure connaissance des perspectives futures de l'entreprise et sont ainsi en mesure de l'évaluer à sa juste valeur (Wu, 1997). Cette opération forme un cadre propice à la manipulation opportuniste des résultats. Dans le but de payer le plus bas prix possible aux actionnaires, les dirigeants peuvent chercher à gérer à la baisse les résultats au cours des périodes précédant la proposition de MBO (Perry et Williams, 1994). Dans une autre étude, Begley et al. (2003) analysent l'impact des dispositifs de gouvernance sur la gestion des résultats lors des opérations de MBO. Leurs résultats montrent que l'intégration d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et la mise en place d'un système de rémunération incitatif basé sur les actions diminuent significativement le niveau de manipulation des résultats comptables.

La théorie des signaux (Ross, 1997) quant à elle, endosse deux rôles. Le premier est celui de réduire l'asymétrie de l'information, en effet, cette théorie considère la dette comme un signal émis par les dirigeants de l'entreprise. Dans cette optique, Ross (1977), affirme que les entreprises avec une bonne performance financière sont plus enclines à s'endetter, étant donné leur capacité à remplir leurs obligations et respecter leurs engagements. Une entreprise qui éprouve des difficultés financières, évitera d'alourdir le poids de la dette dans son bilan, réduisant ainsi le risque de faillite et la mauvaise réputation qui peut s'en suivre. L'endettement peut alors être interprété comme un indicateur de la bonne santé financière de la firme.

Son second rôle, consiste à atténuer le conflit entre les actionnaires et les dirigeants (la théorie d'agence, Jensen et Meckling, 1976). Les deux auteurs stipulent qu'en contraignant les dirigeants à être performants (pour respecter les clauses restrictives d'emprunts), la dette pourrait être considérée comme un moyen de contrôle. Dans ce sens, nous pouvons affirmer que la dette constitue une véritable contrainte à la gestion des résultats.

Dans le cadre de cette étude, nous examinons la relation entre les stratégies de fusions-acquisitions et la gestion comptables et réelles des résultats, à la lumière de la théorie positive de la comptabilité. Cette dernière prévoit que la gestion des résultats serait motivée, soit par un comportement opportuniste de la part des dirigeants qui chercheraient uniquement l'atteinte d'objectifs personnels, ou bien, par une volonté de maximiser la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires (Watts et Zimmerman, 1986). Cette maximisation de la valeur de l'entreprise dans le contexte des F-A, permettra aux dirigeants de réduire le ratio d'échange et par conséquent le risque de dilution du pouvoir des actionnaires actuels.

2.2. Revue de la littérature et développement des hypothèses

2.2.1. Fusions-acquisitions et gestion comptable des résultats

La gestion par les accruals offre la possibilité aux dirigeants d'intervenir dans le processus de gestion des résultats à travers les choix des méthodes comptables (ex : la méthode d'amortissement) et des estimations comptables (ex : le choix de la durée de vie des actifs).

L'intérêt pour le phénomène des fusions et acquisitions n'est pas nouveau, mais remonte au début des années 80. En effet, ces opérations trouvent leurs origines dans la volonté des entreprises d'accéder à un nouveau marché et de se diversifier tout en évitant les nombreuses barrières à l'entrée (Yip, 1982). Ces stratégies de croissance externe permettent aux firmes de faire face à la concurrence, d'obtenir des

ressources technologiques ainsi que des compétences managériales, rapidement et à moindres coûts (Song, 1983). Ainsi, ces opérations peuvent être une véritable source de création de valeur (Chatterjee, 1986), à condition qu'un certain nombre de facteurs clés, essentiels à la réussite de ces transactions, soient combinés. L'équipe dirigeante doit en effet être capable d'assurer un bon suivi et une bonne planification de l'opération, mais doit, au préalable, avoir recueilli le maximum d'information sur la transaction (Paine et Power, 1984), également la prise en considération de certaines caractéristiques, comme la similitude de l'industrie entre l'acheteuse et l'achetée ainsi que la profitabilité de la firme cible (Kusewitt, 1985), contribueront à la réussite de la F-A.

Dans cette même lignée, les dirigeants se sont vus attribuer une nouvelle mission dans le cadre des stratégies de F-A, celle de la gestion des résultats à la hausse, l'objectif étant de maximiser la valeur de l'entreprise et ainsi pouvoir payer le plus bas prix possible à la cible (les résultats sont gérés à la baisse dans le cadre des MBO). En effet, dans une acquisition par échange d'actions, l'entreprise initiatrice propose aux actionnaires de l'entreprise cible d'échanger leurs actions contre ses actions. Le rapport d'échange entre l'action de la société cible et l'action de la société initiatrice est appelé parité d'échange. Selon Erickson et Wang (1999), cet échange de titres sera réalisé selon un rapport découlant des valeurs par action des deux sociétés. Par conséquent, pour diminuer le nombre d'actions échangées contre celles de la société cible, les dirigeants de l'acquéreur vont chercher à gonfler le cours de leurs actions en procédant à une gestion opportuniste à la hausse des résultats comptables durant la période précédant l'accord final. Les acquisitions financées par échange d'actions semblent être ainsi plus avantageuses, elles présentent néanmoins l'inconvénient de diluer l'actionnariat initial de la société initiatrice et augmenter le risque de perte de pouvoir de ses actionnaires. La même démarche est entreprise par les dirigeants des sociétés cibles lors des prises de contrôle, constatent Christie et Zimmerman (1994), leur objectif étant de rassurer les actionnaires de la bonne gestion de la firme et de les dissuader de rejeter l'offre, parvenant ainsi à conserver leurs

postes. Toutefois, les conclusions à ce sujet sont mitigées dans la littérature. Erickson et Wang (1999), en examinant un échantillon de fusions complétées aux États-Unis sur la période 1985-1990, montrent que, contrairement aux dirigeants de l'acquéreur qui sont en mesure de déterminer et d'orchestrer le moment de l'acquisition, les dirigeants de la cible pourraient ne pas prévoir le lancement de l'offre publique et seraient moins enclins à procéder à une gestion opportuniste à la hausse des résultats. Heron et Lie (2002) ont examiné un échantillon de 657 firmes américaines ayant réalisé des acquisitions au cours de la période 1985-1997. Ils ne sont pas parvenus à démontrer l'existence d'une gestion des résultats durant les trois années précédant celle de l'annonce de l'opération.

Dans le choix d'une politique financière en matière des F-A, de nombreux indicateurs entrent en considération. Selon Myers et Majluf (1984), les dirigeants seraient plus enclins à considérer le paiement par échange d'actions lorsque ces dernières sont surévaluées. Le paiement par des liquidités survient dans quatre cas de figure :

- La firme dispose d'assez de liquidités pour financer l'opération,
- Les actions ne sont pas considérées comme étant surévaluées,
- Le pourcentage de participation des dirigeants dans le capital social est assez élevé (Amihud et al., 1990),
- La possibilité d'avoir recours à l'endettement pour le financement de l'opération (Jensen, 2005), c'est ce qu'on appelle un achat à effet de levier (AEL), aussi appelé LBO (leverage buy-out).

Nous pouvons nous attendre à ce que dans une acquisition par échange d'actions, les dirigeants de l'entreprise initiatrice procéderont à une gestion à la hausse des résultats comptables au cours de l'année précédant l'annonce de la transaction. Ceci, nous conduit à la première hypothèse :

H1: les dirigeants des firmes acquéreuses qui financent la transaction par échange d'actions, procèdent à une gestion comptable des résultats un an avant l'annonce de la F-A.

2.2.2. Fusions-acquisitions et gestion réelle des résultats

Les résultats comptables sont composés d'une composante de flux de trésoreries et d'une composante d'ajustements comptables (Accruals). Cependant, certains investisseurs non avertis ne font pas cette distinction, ils n'accordent aucune importance à la partie discrétionnaire des résultats et se fixent uniquement sur les chiffres affichés (Hand, 1990 ; Sloan, 1996). Ils peuvent être, dans ce cas, facilement induits en erreur par les manipulations comptables. Ce résultat remet en cause l'hypothèse d'efficience des marchés (EMH), qui stipule que les investisseurs sont rationnels et peuvent détecter les manœuvres opportunistes pratiquées par l'entité et la sanctionner par une baisse de sa valeur boursière (Warfield et al., 1995).

La gestion des résultats peut donc être pratiquée soit au niveau des flux de trésorerie (gestion réelle des résultats), soit au niveau des accruals. Selon Roychowdhury (2006), la gestion réelle consiste en l'ensemble des transactions déviantes des pratiques opérationnelles normales de l'entreprise, l'objectif étant l'atteinte d'un certain niveau de résultat. Les dirigeants peuvent la pratiquer au niveau de la production vendue (Plummer et Mest, 2001 ; Dechow et al., 1998), des dépenses de recherches et développement (Bushee, 1998), le remboursement d'emprunt ou la cession d'actifs (Bartov, 1993), etc.

Dans la présente étude, nous nous intéressons à la gestion par les accruals, mais également la gestion réelle des résultats dans le cadre des F-A plus précisément à l'ajustement opportuniste des dépenses de recherches et développement par les dirigeants des entreprises acquéreuses, dans la mesure où le mode de comptabilisation des R&D soit à la discrétion des managers (Bange et De Bondt, 1998). La norme

comptable internationale IAS 38 révisée⁴ (paragraphe 8, 52 et 57) distingue les R&D en une «phase de recherche» et une «phase de développement». Les dépenses pour la phase de recherche doivent être enregistrées en charges lorsqu'elles sont encourues. Les dépenses de développement sont capitalisables, sous certaines conditions. Ainsi, l'existence de deux méthodes de comptabilisation (capitalisation ou constatation en charges) augmente les opportunités futures de manipulation comptable, étant donné que le choix de la méthode impacte le patrimoine et les résultats de l'entreprise. Les résultats de Markarian et al. (2008) et de Baber et al. (1991) abondent dans ce sens en confirmant l'hypothèse selon laquelle les dépenses de R&D sont ajustées dans un objectif de lissage des résultats (Djama et al., 2013). Baber et al. (1991) examinent un échantillon de 438 entreprises américaines et constatent que même après l'exclusion des projets non rentables, les firmes procèdent, tout de même, à un ajustement des dépenses de R&D pour ne pas publier des pertes ou des résultats en baisse à l'exercice suivant. Markarian et al. (2008) ont, quant à eux, analysé les raisons qui poussent les entreprises italiennes à opter ou non pour la capitalisation des dépenses de recherches et développement. Leurs résultats montrent qu'en ajustant les frais de R&D, les dirigeants cherchent, d'une part, à réduire la variabilité des résultats comptables et à se conformer aux clauses restrictives des contrats de dette, d'autre part.

Dans le cadre des F-A, lorsque les dirigeants de l'entreprise initiatrice financent la transaction par échange d'actions, ils cherchent à échanger le minimum d'actions possible contre celles de la société cible, ils vont ainsi augmenter la valeur de l'entreprise qui correspond à sa capitalisation boursière, c'est-à-dire le cours de l'action, en procédant à une gestion réelle des résultats durant la période précédant l'accord final. Pour ce faire, les dirigeants des firmes initiatrices des F-A vont ajuster les frais de R&D. Ceci nous mène à la deuxième hypothèse:

⁴ <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias38>

H2: les dirigeants des firmes acquéreuses qui financent la transaction par échange d'actions, procèdent à une gestion réelle des résultats un an avant la date de l'annonce de la F-A.

2.2.3. Gestion comptable et réelle des résultats

La majorité des études ont confirmé que l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley (SOX) aux États-Unis en juillet 2002 a significativement atténué le recours à la gestion opportuniste des résultats. Cohen et al. (2008) constatent, que suite à SOX les dirigeants ont diminué les manipulations comptables et se sont engagés dans une gestion réelle des résultats. Ewert et Wagenhofer (2005) ont, quant à eux, utilisé un modèle analytique pour démontrer que quand l'utilisation des manipulations comptables est limitée, les dirigeants s'orientent vers une gestion réelle des résultats. Cette dernière est difficile à détecter (Jeanjean, 2002), parce qu'elle a un impact direct sur les flux de trésorerie de l'entreprise. Il est difficile de dissocier la manipulation comptable d'une prise de décision optimale de gestion (Schipper, 1989). La gestion réelle des résultats est pratiquée tout au long de la période et à la date de clôture de l'exercice, les managers ajustent le niveau des manipulations comptables (accruals) pour combler la différence entre le résultat avant manipulation et le résultat désiré (Zang, 2012). En conclusion, de nombreuses études démontrent une substitution entre la gestion comptable et la gestion réelle des résultats (Cohen et al. 2008 ; Zang, 2012). Notre intérêt porte spécifiquement sur le contexte de fusions-acquisitions, à savoir comment cette substitution s'opère dans le cadre des F-A et en fonction du mode de financement de la transaction. Ceci, nous conduit à la troisième hypothèse :

H3 : Il y a un effet de substitution entre la gestion comptable et la gestion réelle des résultats un an avant le financement de la transaction par échange d'actions des firmes acquéreuses.

2.2.3. Gestion des résultats : Rôle du conseil d'administration

Les travaux antérieurs montrent que la gouvernance d'entreprise est un facteur explicatif de la qualité de l'information financière diffusée. Ces travaux montrent qu'une bonne gouvernance améliore la qualité de l'information financière véhiculée par les entreprises (Lin et Hwang, 2010). Nous prévoyons que la qualité de la gouvernance d'entreprise soit négativement liée à la gestion des résultats. La gouvernance d'entreprise atténue le degré de gestion des résultats et améliore la qualité de l'information financière (Warfield et al., 1995 ; Beasley et al., 2000). Les variables de gouvernance sont introduites pour capter comment la gouvernance d'entreprise, agissant comme un facteur de surveillance, affecte la gestion des résultats. La surveillance exercée par le conseil influence le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et incite les entreprises à plus de transparence dans la communication financière (Fama, 1980 ; Eng et Mak, 2003). Ghosh et al. (2010) constatent que les entreprises avec un conseil de petite taille ont plus d'accruals discrétionnaires. Dans un contexte canadien, Cormier et al. (2013) trouvent une relation négative entre la taille du conseil et les accruals discrétionnaires et pas d'association significative entre le pourcentage d'administrateurs indépendants et les accruals discrétionnaires.

Enfin, une saine gouvernance exercée par le conseil d'administration peut avoir une incidence sur la qualité des résultats comptables, particulièrement dans le contexte des fusions-acquisitions où il existe des incitatifs à gérer le résultat à la hausse (Easterwood, 1998 ; Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002).

3. Méthodologie

3.1. Sélection de l'échantillon

L'échantillon a été collecté à partir de la base de données canadienne *Infomart Mergers & Acquisition*. La liste contient le nom des sociétés cotées acquéreuses, le secteur d'activité, la date d'annonce de l'opération et le statut (complétée), la valeur de la transaction ainsi que le mode de paiement. Les données financières sont

collectées de la base de données Bloomberg. Pour faire partie de l'échantillon, les firmes doivent répondre aux critères suivants : (1) la société doit avoir fait l'objet d'une OPA entre 2009 et 2014; (2) Comme les entreprises qui s'engagent dans des opérations de fusions et acquisitions de petite taille n'ont pas d'incitatifs pour procéder à une gestion des résultats, nous avons suivi l'exemple de Ben-David et Roulstone (2008), l'OPA doit porter uniquement sur 51 % et plus des droits de vote de la société cible et la valeur de la transaction est supérieure à 25 millions de dollars.

Les transactions ont été financées soit par échange d'actions, soit par la trésorerie disponible ou bien par un financement hybride entre actions, liquidités, crédits bancaires, emprunts obligataires et mandats de paiement. Nous avons également suivi la même démarche entreprise par Louis (2004), à savoir exclure les firmes financières (CRSP Standard Industrial Classification (SIC) 6700-6999) et limiter l'échantillon aux transactions complétées.

Dans la présente étude, nous allons nous intéresser à la gestion des résultats au cours de l'année fiscale qui précède celle de l'initiation de l'offre d'acquisition. Selon Perry et Williams (1994), cette période permettrait d'observer la gestion des résultats même si les manipulations pourraient avoir eu lieu plusieurs années avant le lancement de l'OPA. La période de collecte de donnée couvre ainsi l'année qui précède la date d'annonce de l'opération pour chaque firme acquéreuse.

Le tableau 1 présente la distribution de l'ensemble de l'échantillon l'année ou la transaction a été annoncée. Le tableau 2 présente la distribution de l'échantillon par secteur d'activité. L'échantillon final comprend 160 entités acquéreuses de 2009 et 2014 inclusivement.

Tableau 1

Description des firmes de l'échantillon (l'année de l'annonce de la transaction)

Années	Firmes de l'échantillon	Fréquence	Pourcentage
2009	Panel A ^a	6	30,0
	Panel B ^b	14	70,0
2010	Panel A	15	51,7
	Panel B	14	48,3
2011	Panel A	17	43,6
	Panel B	22	56,4
2012	Panel A	15	42,9
	Panel B	20	57,1
2013	Panel A	6	35,3
	Panel B	11	64,7
2014	Panel A	7	35,0
	Panel B	13	65,0
Total		160	-

^aPanel A: Transactions au comptant - N=66, ^bPanel B: Transactions en actions - N=94**Tableau 2**

Description des firmes de l'échantillon (par secteur d'activité)

Industries	Firmes de l'échantillon	Fréquence	Pourcentage
Commerce de détail	Panel A ^a	4	100,0
Commerce de gros	Panel A	1	50,0
	Panel B ^b	1	50,0
Extraction minière et extraction de pétrole et de gaz	Panel A	25	24,5
	Panel B	77	75,5
Fabrication	Panel A	17	89,5
	Panel B	2	10,5
Hébergement et services de restauration	Panel A	6	66,7
	Panel B	3	33,3
Soins de santé et assistance sociale	Panel B	1	100,0
Transport et entreposage	Panel A	12	52,2
	Panel B	11	47,8
Total		160	-

^aPanel A: Transactions au comptant - N=66, ^bPanel B: Transactions en actions - N=94

Les statistiques descriptives pour notre panel A et B au cours de l'année qui précède l'initiation de la transaction sont présentés au tableau 3. La médiane et la moyenne de l'actif total des opérations payées au comptant sont supérieures aux opérations payées en actions. Ces résultats montrent que les firmes disposant d'un actif total plus grand préfèrent acheter les firmes cibles plus par échange de liquidités que par échange d'actions. En plus, la moyenne ainsi que la médiane du chiffre d'affaires pour les opérations payées au comptant sont supérieures aux opérations payées en actions.

Tableau 3

Description des firmes de l'échantillon (données financières)

Données par action		Actif total	Immobilisations Corporelles	Ventes	Résultat net	CFO*	Passif total
Panel A ^a	Moyenne	30,15	10,71	21,99	1,39	3,11	14,73
	Médiane	22,16	5,86	15,42	1,32	2,27	7,47
	Ecart-type	27,65	16,06	24,36	2,27	2,49	17,59
Panel B ^b	Moyenne	16,73	10,31	8,17	0,33	1,88	7,98
	Médiane	11,66	6,65	2,95	0,23	0,95	3,60
	Ecart-type	17,82	11,84	14,63	1,96	2,70	10,10
		Emprunts/capitaux Propres	Ventes/Actif	Fonds de roulement/Actif	Résultat net/Actif Total	R&D/Actions	
Panel A ^a	Moyenne	53,99	0,75	15,75	4,61	0,3310	
	Médiane	35,26	0,62	13,22	6,92	0,0000	
	Ecart-type	55,89	0,49	17,78	20,88	0,6496	
Panel B ^b	Moyenne	44,25	0,42	7,27	-1,37	0,0314	
	Médiane	24,97	0,29	5,83	2,30	0,0000	
	Ecart-type	63,10	0,47	17,28	24,17	0,2189	

^aPanel A: Transactions au comptant - N=66, ^bPanel B: Transactions en actions - N=94

*Flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation

3.2. Mesure de la gestion comptable des résultats

Toute la littérature sur les manipulations comptables s'appuie sur le même principe, celui de la possibilité de mesurer la gestion des résultats (Jeanjean, 2002). Dans ce contexte, la notion d'accruals discrétionnaires (discretionary accruals) a vu le jour. Cette dernière est définie par son premier adepte Paul Healy (1985) comme la somme des "ajustements comptables aux cash-flows de la firme permis par les organismes de normalisation [...]". Ces accruals discrétionnaires constituent l'ensemble des charges et produits enregistrés au compte de résultat et dont le dénouement n'est pas achevé (Cormier et Magnan, 1996). Ils permettent ainsi de rattacher les charges et les produits aux exercices non en fonction de la date d'encaissement des produits et de décaissement des charges mais plutôt en fonction de la date d'occurrence des transactions qui ont généré ces produits et charges. Les accruals ne sont pas tous laissés à la discrétion des dirigeants, il n'y a que la portion discrétionnaire qui fait intervenir leur jugement lors de la préparation des états financiers. Il est à noter que les accruals totaux sont composés des accruals discrétionnaires et des accruals non discrétionnaires.

3.2.1 Calcul des accruals totaux

Nous avons, en premier lieu, calculé les accruals totaux pour l'ensemble de l'échantillon en soustrayant le cash flow d'exploitation du résultat net, conformément aux études antérieures (Erickson et Wang, 1999 ; Murphy et Zimmerman, 1993).

$$\text{Accruals Totaux} = \text{Résultat Net} - \text{Cash Flow d'Exploitation} \quad (1)$$

3.2.2. Calcul des accruals non discrétionnaires

Après avoir déterminé le montant des accruals totaux pour l'ensemble de l'échantillon, nous procédons à la distinction entre les accruals discrétionnaires et non discrétionnaires, dans la mesure où la gestion des résultats porte uniquement sur la portion discrétionnaire. Pour y parvenir, nous utilisons le modèle de Jones modifié

(Dechow et al., 1995). Jones (1991) a été la première à proposer un modèle d'accruals normaux fondé sur deux facteurs économiques : les revenus totaux et le total des immobilisations. Dechow et al. (1995) ont présenté une version modifiée de ce modèle dans lequel la variation du chiffre d'affaires est ajustée de la variation des créances clients. Les immobilisations servent à tenir compte de la partie non discrétionnaire qui correspond à la charge d'amortissement. Le modèle de régression linéaire se présente comme suit:

$$AT_{i,t} / \text{Actif}_{t-1} = \alpha (1 / \text{Actif}_{t-1}) + \beta_1 (\Delta CA_{i,t} - \Delta CRC_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) + \beta_2 (\text{IMMO}_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Avec :

- $AT_{i,t}$: Accruals Totaux des firmes acquéreuses, l'année de l'annonce de la transaction « t »,
- Actif_{t-1} : Total d'actif des firmes acquéreuses, un an avant la date d'annonce de la transaction « t-1 »,
- $\Delta CA_{i,t}$: Ventes totales en « t » moins les ventes totales à la période « t-1 », des firmes acquéreuses,
- $\Delta CRC_{i,t}$: Créances client à l'année « t » moins les créances client en « t-1 », des firmes acquéreuses,
- $\text{IMMO}_{i,t}$: Immobilisations corporelles brutes des firmes acquéreuses en « t »,
- $\varepsilon_{i,t}$: Terme d'erreur des firmes acquéreuses pendant l'année « t »,
- α, β_1, β_2 : Coefficients du modèle estimés pour chaque secteur d'activité.

L'objectif est de déterminer les coefficients du modèle estimés pour chaque secteur d'activité (α, β_1, β_2). Ensuite ces coefficients estimés à l'aide de l'équation (2) ont été appliqués à l'équation suivante :

$$AND_{i,t} = \alpha (1 / \text{Actif}_{t-1}) + \beta_1 (\Delta CA_{i,t} - \Delta CRC_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) + \beta_2 (\text{IMMO}_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) \quad (3)$$

Avec :

- $AND_{i,t}$: Accruals non discrétionnaires,

- $Actif_{t-1}$: Total d'actif des firmes acquéreuses, un an avant la date d'annonce de la transaction « t-1 »,
- $\Delta CA_{i,t}$: Ventes totales en « t » moins les ventes totales à la période « t-1 », des firmes acquéreuses,
- $\Delta CRC_{i,t}$: Les créances client à l'année « t » moins le total des créances client en « t-1 », des firmes acquéreuses,
- $IMMO_{i,t}$: immobilisations corporelles brutes des firmes acquéreuses en « t »,
- α, β, δ = Coefficients du modèle estimés pour chaque secteur d'activité.

3.2.3. Calcul des accruals discrétionnaires

Les accruals totaux correspondent à la somme des accruals discrétionnaires et non discrétionnaires. La formule se décline ainsi comme suit :

$$AT_{i,t} = AD_{i,t} - AND_{i,t} \quad (4)$$

Avec :

- $AT_{i,t}$: Accruals Totaux des firmes acquéreuses,
- $AD_{i,t}$: Accruals discrétionnaires des firmes acquéreuses,
- $AND_{i,t}$: Accruals non discrétionnaires des firmes acquéreuses.

Nous avons calculé les accruals discrétionnaires à partir de l'équation (4), en soustrayant les accruals totaux normalisés des accruals non discrétionnaires, déterminés antérieurement.

$$AD_{i,t} = AT_{i,t} - AND_{i,t} \quad (5)$$

3.3. Mesure de la gestion réelle des résultats

De nombreux travaux de recherche semblent partager la même idée, celle que les dirigeants ajustent les dépenses de R&D dans l'objectif de procéder à une gestion réelle des résultats (Perry et Grinaker 1994 ; Osma et Young, 2009). Nous suivons la

même démarche entreprise par Baber et al. (1991) ainsi qu'Osma et Young (2009) et approximer le niveau de dépenses théoriques en R&D de l'année en cours par ces mêmes dépenses l'année précédente. Nous allons donc dans un premier lieu, calculer la variation des R&D, ensuite, nous allons vérifier si la gestion réelle des résultats constitue un substitut aux manipulations comptables après les restrictions imposées par SOX et sa version canadienne. La période d'évaluation s'étale de 2009 jusqu'à 2014. L'objectif de base de notre recherche est d'examiner l'impact de la gestion des résultats sur les opérations de fusions et acquisitions, notre variable dépendante est donc le mode de paiement (liquidités vs. échange d'actions). Comme expliqué antérieurement dans la revue de littérature, la parité d'échange sera impactée par les valeurs par action des deux sociétés (Erickson et Wang, 1999). Par conséquent, pour diminuer le nombre d'actions échangées contre celles de la société cible, les dirigeants de l'acquéreur vont chercher à gonfler le cours de leurs actions en procédant à une gestion opportuniste à la hausse des résultats comptables durant la période précédant l'accord final. Contrairement au paiement par échange d'actions, l'entreprise acquéreuse qui finance la transaction par liquidités ne dispose pas de motivations pour procéder à une gestion opportuniste des résultats. Le modèle de régression logistique à estimer est le suivant :

$$\text{Actions/Liquidités}_{i,t} : \alpha_0 + \beta_1 \text{AD}_{i,t-1} - \beta_2 \Delta \text{R\&D}_{i,t-1} - \beta_3 (\text{AD}_{i,t-1} * \Delta \text{R\&D}_{i,t-1}) \quad (6)$$

Où :

- $\text{Actions/Liquidités}_{i,t}$: Méthode de financement de l'opération de fusions-acquisitions (1/0),
- $\text{AD}_{i,t-1}$: Accruals discrétionnaires des firmes acquéreuses / Actif total $_{t-1}$,
- $\Delta \text{R\&D}_{i,t-1}$: Variation des frais de recherches et développements / Actif total $_{t-1}$.

Nous nous attendons à ce que le coefficient β_1 soit positif indiquant ainsi l'existence de manipulations comptables quand la firme acquéreuse finance la

transaction par échange d'actions et que les coefficients β_2 et β_3 soient négatifs indiquant la relation de substitution entre les deux pratiques de gestion des résultats.

3.4. Régression logistique binaire

La régression logistique binaire est une technique statistique permettant de prédire les valeurs prises par une variable aléatoire Y définie, cette variable prend uniquement deux modalités (1 ou 0) (Rakotomalala, 2015)⁵. Cette technique a été utilisée dans plusieurs études qui se sont intéressées aux manipulations comptables dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions (notamment celle d'Ardekani et al., 2012 et Alsharairi et Salama, 2012). Nous utilisons cette méthode pour examiner la relation entre le mode de financement de la transaction (variable expliquée) et la gestion réelle et comptable des résultats, nous allons également introduire quatre variables de contrôle pour évaluer l'impact du niveau d'endettement, la liquidité ainsi que la performance économique (variables explicatives) de la firme acquéreuse sur le choix du mode de paiement.

3.5. Variables de contrôle

Dans le cadre de l'analyse, nous allons intégrer certaines variables identifiées dans la littérature comme étant généralement susceptibles d'affecter le mode de financement des opérations de fusions et acquisitions, telles que le niveau d'endettement, le niveau de liquidités ainsi que la performance économique des firmes acquéreuses.

3.5.1. Niveau d'endettement

Cette variable mesure le niveau d'endettement de la firme initiatrice de la F-A. Elle est estimée par le ratio « Emprunts/capitaux propres ». Selon Ross (1977), il

⁵ http://eric.univ-lyon2.fr/~ricco/cours/cours/pratique_regression_logistique.pdf

existe une relation négative entre le niveau d'endettement et la gestion des résultats. En effet, l'endettement est perçu comme un indicateur de bonne santé de la firme, parce que les entreprises avec une bonne performance financière sont plus enclines à s'endetter, étant donné leur capacité à remplir leurs obligations et respecter leurs engagements. D'autres auteurs comme Dechow et al. (1996) et Klein (2002) démontrent l'existence d'une relation positive entre manipulation comptable et niveau d'endettement. Ceci peut être expliqué par le fait que les dirigeants sont contraints par le respect des clauses restrictives des contrats d'endettement à maintenir un certain niveau de performance et donc seraient plus enclins à procéder à une gestion des résultats afin de persuader les créanciers de la bonne gestion de la firme.

Mais l'objectif de notre étude est d'examiner l'impact du niveau d'endettement sur le choix du mode de financement de la transaction (liquidités ou échange d'actions). A cet égard, Alsharairi et Salama (2012) soutiennent que la méthode de paiement et le niveau d'endettement ont un effet multiplicateur ainsi qu'un effet additif sur la gestion des résultats à la hausse.

3.5.2. Niveau de liquidités et la performance économique

Ces variables mesurent le niveau de liquidités ainsi que la capacité de la firme acquéreuse à dégager un résultat. Elles sont estimées par les ratios suivants : « Fonds de roulement/Actif Total », « Ventes/Actif total » et « Résultat Net/Actif Total ». Nous introduisons ces variables de contrôle pour tenir compte de l'effet de la performance économique sur le choix du mode de financement de la transaction.

4. Résultats

4.1. Analyses univariées

Au tableau 4 nous présentons l'estimation des accruals discrétionnaires pour les 66 firmes acquéreuses ayant financé la transaction en espèces et les 94 firmes l'ayant financé par échange d'actions. Le tableau 4 illustre également les accruals non

discrétionnaires ainsi que des accruals totaux pour l'ensemble de l'échantillon pour la période de l'étude (2009-2014).

Tableau 4

Statistiques descriptives des accruals discrétionnaires (AD), des accruals non discrétionnaires (AND) et des accruals totaux (AT) pour la période de l'étude (2009-2014)

	AD		AND	AT
	Panel A ^a	Panel B ^b		
Moyenne	-0,1343	0,0759	-0,095	-0,1122
Sig.	0,009	0,008	0,024	0,0000
Médiane	-0,0568	-0,0467	0,0097	-0,0832
Écart-type	0,4747	0,5034	0,5245	0,1773
Minimum	-2,7752	-1,542	-2,1504	-1,0413
Maximum	0,5291	1,7066	2,7617	0,4011

^aPanel A: Transactions au comptant - N=66, ^bPanel B: Transactions en actions - N=94

Les résultats supportent l'hypothèse de gestion des résultats comptables au cours de l'année qui précède l'annonce de la transaction. Le niveau moyen des accruals discrétionnaires pour les firmes qui financent la transaction par échange d'actions est positif et statistiquement différent de zéro (moyenne = 0,0759; médiane = -0,0467). Les firmes qui financent la transaction au comptant affichent un niveau moyen d'accruals discrétionnaires négatif et significativement différent de zéro (moyenne = -0.1343; médiane = -0.0568). Quant aux accruals non discrétionnaires et totaux, ils représentent un niveau moyen négatif et statistiquement différent de zéro (moyenne_{NDA} = -0,095 ; médiane_{NDA} = 0,0097 ; moyenne_{AT} = -0,1122; médiane_{AT} = -0,0832).

Ces résultats tendent à montrer que les dirigeants des firmes canadiennes acquéreuses finançant la transaction par échange d'actions, procèdent à une gestion opportuniste des résultats au cours de l'année qui précède celle de l'annonce de l'acquisition.

4.2. Analyses multivariées

Au tableau 5, nous présentons les résultats des analyses de régression logistique binaire entre les variables explicatives et le mode de financement de la F-A. Le modèle a un pouvoir explicatif significatif (R^2 ajusté de 8,8%; valeur $p = 0,000$). Nous observons une relation positive et significative entre les accruals discrétionnaires (1,192 ; $p = 0,009$) et le paiement de la transaction par échange d'actions, une relation négative et significative entre la variation de la R&D (-163,079 ; $p = 0,045$) et une relation négative et significative avec l'interaction entre les accruals discrétionnaires et la variation de la R&D (-261,669 ; $p = 0,086$).

Tableau 5

Régression logistique binaire: Gestion comptable et réelle des résultats

Actions/Liquidités	Coefficient	Valeur p
AD	1,192	0,009
$\Delta R\&D$	-163,079	0,045
$AD * \Delta R\&D$	-261,669	0,086
Pseudo R^2	8,8%	
Log de vraisemblance	98,83(0.00)	
Tests de différence de coefficients	Statistique de Fisher	Valeur p
Test conjoint		
$\Delta R\&D + AD * \Delta R\&D$	2,93	0,087
$AD + \Delta R\&D + AD * \Delta R\&D$	4,08	0,043

Légende: AD : Accruals discrétionnaires des firmes acquéreuses / Actif total $t-1$, $\Delta R\&D$: Variation des frais de recherches et développements / Actif total $t-1$, $AD * \Delta R\&D$: interaction entre les accruals discrétionnaires et la variation des dépenses de la R&D.

Le tableau 5 montre que les coefficients β_2 et β_3 sont négatifs, ce qui indique une relation de substitution entre les deux pratiques de gestion des résultats. Afin de tester le degré de substitution entre la gestion comptable et réelle des résultats, nous avons effectué un test de Fisher portant sur la différence des coefficients. Les résultats révèlent une substitution partielle entre les deux pratiques de gestion des résultats. En effet, la somme des coefficients $\Delta R\&D + AD * \Delta R\&D$ est différente de

zéro (test de Fisher : 2,93; $p = 0,087$), ce qui indique un effet de substitution partielle. En outre, au total, le test de différence des coefficients $AD + \Delta R\&D + AD*\Delta R\&D$ est différent de zéro (test de Fisher : 4,08; $p < 0,043$). Il y a bien donc gestion des résultats, lorsque le paiement est effectué par échange d'actions, parce que la somme des trois coefficients β_1 , β_2 et β_3 est différente de zéro. En effet, les manipulations comptables ont une relation positive et significative avec la gestion réelle des résultats ainsi qu'avec l'interaction entre les deux pratiques de gestion des résultats.

Selon ces résultats, les deux premières hypothèses sont supportées, la troisième l'est partiellement (substitution partielle) :

H1: les dirigeants des firmes acquéreuses qui financent la transaction par échange d'actions, procèdent à une gestion comptable des résultats un an avant l'annonce de la F-A.

H2: les dirigeants des firmes acquéreuses qui financent la transaction par échange d'actions, procèdent à une gestion réelle des résultats un an avant la date de l'annonce de la F-A.

H3 : Il y a un effet de substitution entre la gestion comptable et la gestion réelle un an avant le financement de la transaction par échange d'actions des firmes acquéreuses.

Dans les travaux antérieurs, on procède souvent à une estimation des dépenses normales en R&D. La variation des ventes constitue une variable clé pour estimer la portion normale (Roychowdhury, 2006). Ainsi, nous estimons la régression et obtenons le résultat suivant (R -carré = 1,1%, $F = 2,35$, $p < 0,08$) :

$$\Delta R\&D = -0,055 (1/\text{Actif}_{t-1}) + **0,001 (\Delta CA_{i,t} - \Delta CRC_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) + e$$

- $\Delta CA_{i,t}$: Ventes totales en « t » moins les ventes totales à la période « t-1 », des firmes acquéreuses,

- $\Delta CRC_{i,t}$: Les créances client à l'année « t » moins le total des créances client en « t-1 », des firmes acquéreuses,

Les résidus (e) de la régression sont alors utilisés dans la régression logistique. Les résultats présentés au tableau 6 sont très similaires à ceux présentés au tableau 5.

Tableau 6

Régression logistique binaire: Gestion comptable et réelle des résultats

Actions/Liquidités	Coefficient	Valeur p
AD	1,093	0,009
Res Δ R&D	-146,971	0,024
AD*Res Δ R&D	-243,840	0,048
Pseudo R ²	8,5%	
Log de vraisemblance	99,22(0.00)	
Tests de différence de coefficients	Statistique de Fisher	Valeur p
Test conjoint		
Res Δ R&D		
+ AD*Res Δ R&D	3,83	0,050
AD + Res Δ R&D		
+ AD*Res Δ R&D	3,86	0,049

Légende: AD : Accruals discrétionnaires des firmes acquéreuses / Actif total $t-1$, Res Δ R&D : Résidus de Variation des frais de recherches et développements / Actif total $t-1$, AD*Res Δ R&D : interaction entre les accruals discrétionnaires et résidus de la variation des dépenses de la R&D.

En plus de la gestion comptable et réelle des résultats, nous avons rajouté d'autres variables explicatives passibles d'affecter le mode de paiement des transactions, telles que le niveau d'endettement (mesuré par le ratio « Emprunts/Capitaux Propres »), le niveau de liquidités ainsi que la performance économique des firmes acquéreuses (mesurés respectivement par les ratios « Fonds de roulement/Actif Total », « Ventes/Actif total » et « Résultat Net/Actif Total »).

Tableau 7

Régression logistique binaire: Gestion des résultats, niveau d'endettement, liquidités et performance économique

Actions/Liquidités	Coefficient	Valeur p
AD	0,986	0,042
$\Delta R\&D$	-125,386	0,071
AD* $\Delta R\&D$	-219,589	0,076
Emprunts/Capitaux Propres	-0,004	0,236
Ventes/Actif Total	-1,688	0,000
Fonds de roulement/Actif Total	-0,017	0,193
Résultat Net/Actif Total	-0,019	0,057
Pseudo R ²	19,95%	
Log de vraisemblance	86,80(0,00)	

Légende: AD : Accruals discrétionnaires des firmes acquéreur / Actif total $t-1$, $\Delta R\&D$: Variation des frais de recherches et développements / Actif total $t-1$, AD* $\Delta R\&D$: interaction entre les accruals discrétionnaires et la variation des dépenses de la R&D.

Les résultats présentés au le tableau 7 montrent que le modèle a un pouvoir explicatif significatif (R² ajusté de 19.95 % ; p = 0,000). Nous observons une relation positive et significative entre les accruals discrétionnaires (0.986 ; p = 0.042) et le paiement de la transaction par échange d'actions, une relation négative et significative avec la variation de la R&D (-125,386 ; p = 0.071), une relation négative et significative avec l'interaction entre les accruals discrétionnaires et la variation de la R&D (-219,589 ; p = 0,076) et une relation négative et significative avec la rotation de l'actif total mesuré par le ratio « Ventes/Actif Total » (-2,243 ; p = 0,000) et Résultats net /Actif Total (-0,019; valeur p = 0.057). Les résultats sont cohérents avec ceux présentés au tableau 5.

Pour apprécier l'impact d'une variation dans les variables AD et $\Delta R\&D$ sur la probabilité de financer la transaction par actions ou liquidités, nous procédons à la transformation algébrique suivante (Kmenta, 1986, p. 551) :

$$\frac{\partial P}{\partial X_i} = P(1 - P) \beta_i, \text{ ainsi,}$$

$$\frac{\partial P}{\partial X_i}$$

$$\partial P = P(1 - P) \beta * \partial X_i$$

P= 0,50, i.e. point milieu de la probabilité de financement par actions versus liquidités

∂X_i = Pourcentage de variation de la variable explicative

Pour une variation de 1% dans les accruals discrétionnaires, l'impact sur la probabilité serait le suivant :

$0,50 (1 - 0,50) * 0,986 * 0,01 = 0,0024$. Une augmentation des AD de 1% augmenterait la probabilité de 0,24% alors que le point milieu est fixé à 50%.

Pour un changement de 1 % dans la variable $\Delta R\&D$, nous obtenons : $0,50 (1 - 0,50) * -125,39 * 0,01 = -0,313$. Une diminution de 1% de la variation des dépenses en R&D augmenterait la probabilité de 31%.

En se basant sur la moyenne des variables (AD = 182,62 million \$ / 5,165 milliards d'actifs : 3,53% ; $\Delta R\&D$ = 12,80 millions \$ / 5,165 milliards \$ d'actifs: 0,25%), nous constatons qu'une variation dans les dépenses de recherche et développement en terme monétaire a plus d'impact qu'une variation des accruals discrétionnaires sur la probabilité de financement par actions. Ainsi, pour avoir le même impact sur la probabilité de financer la transaction par échange d'actions, il faudrait que les AD augmentent de 125% (en moyenne de 4,42% de l'actif) ($0,50 (1 - 0,50) * 0,989 * 1,25 = 0,309$) en comparaison à une variation de $\Delta R\&D$ de 1% (en moyenne de 0,0025% de l'actif) ($0,50 (1 - 0,50) * -125,39 * 0,01 = -0,313$). L'ampleur de la gestion comptable est plus élevée que la gestion réelle dans la décision de financement par échange d'actions.

Nous pouvons également analyser l'effet de la décision anticipée d'un financement par échange d'actions de la fusion-acquisition (en t) sur la gestion des résultats (en t-1) à l'aide des régressions linéaires suivantes :

$$AD_{i,t-1} = ***0,288 \text{ Actions/Liquidités}_{i,t}$$

$$\Delta R\&D_{i,t-1} = **0,00573 \text{ Actions/Liquidités}_{i,t}$$

L'impact de la décision de financement par actions sur les accruals discrétionnaires est de $0,288 * 1 = 0,288$ ($AD/Actif_{i,t-1}$) versus la moyenne de la variable 0,0353, soit 8,15 fois la moyenne. En comparaison, l'impact sur la gestion réelle est de $0,00573 * 1 = 0,00573$ ($\Delta R\&D/Actif_{i,t-1}$) versus la moyenne de la variable 0,0025, soit 2,29 fois supérieur à la moyenne. Il apparaît que la décision de financement par action amène une augmentation d'accruals discrétionnaires de 3,5 fois ($8,15/2,29$) plus que de gestion réelle. Il faut préciser que c'est moins contraignant de procéder à une gestion comptable qu'à une gestion réelle des résultats. C'est vraisemblablement ce qui explique que la substitution entre les deux options est partielle.

4.3 Rôle du conseil d'administration dans la gestion des résultats

Deux attributs de gouvernance exercée par le conseil d'administration sont utilisés dans cette étude, la taille du conseil et le pourcentage d'administrateurs indépendant (données extraites de la base de données ESG Bloomberg).

Dans un premier temps, nous procédons aux régressions suivantes :

$AD = \text{Taille du conseil} + \% \text{ Administrateurs indépendants}$

$\Delta R\&D = \text{Taille du conseil} + \% \text{ Administrateurs indépendants}$

Les résultats sont les suivants :

$AD = **-0,028 \text{ Taille du conseil} - **0,006 \% \text{ Administrateurs indépendants}$ (R-carré 4,32% ; F 2,85, $p < 0,06$)

$\Delta R\&D = -0,001 \text{ Taille du conseil} + 0,001 \% \text{ Administrateurs indépendants}$
(régression non significative)

La taille du conseil et le pourcentage d'administrateurs indépendants sont négativement associés à la gestion des résultats par les accruals. En revanche, ces attributs de gouvernance ne sont pas liés à la gestion des résultats réelle telle que

mesurée par la variation des dépenses de R&D. Ce résultat est en cohérence avec l'étude de Carcello et al. (2006) qui ne trouvent pas d'association entre la présence d'un expert financier sur le comité d'audit, un autre attribut de gouvernance, et la gestion réelle des résultats. Nous avons ajouté le nombre de réunions du conseil et le pourcentage de présence aux réunions. Les coefficients de ces deux variables ne sont pas significatifs.

Pour savoir si nous devons intégrer les attributs de gouvernance dans un système d'équations simultanées, nous devons procéder au test de Hausman pour vérifier si les attributs de gouvernance sont endogènes au choix du mode de financement des fusions-acquisitions.

Nous procédons comme suit :

$$AD_{i,t} = \text{Taille du conseil}_{i,t} + \% \text{ Administrateurs indépendants}_{i,t} + \text{ResAD}$$

Dans un deuxième temps, les résidus de la régression (ResAD) sont ajoutés à la régression :

$$\text{Actions/Liquidités}_{i,t} : **0,85 \text{ ACD} - **0,64 \text{ ResAD}$$

Comme le coefficient des résidus ResAD ($t= 1,98$; $p < 0,05$) est significatif, nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle de l'absence d'endogénéité. Dès lors, nous procédons en deux étapes :

1) nous estimons la valeur prédictive des AD (PredAD) en régressant :

$AD_{i,t} = \text{Taille du conseil}_{i,t} + \% \text{ Administrateurs indépendants}_{i,t}$; puis estimons la régression logistique suivante en instrumentalisant AD :

$$2) \text{ Actions/Liquidités}_{i,t} = \text{PredAD}_{i,t-1} + \Delta R\&D_{i,t-1} + AD * \Delta R\&D_{i,t-1}$$

Les résultats présentés au tableau 7 sont assez similaires à ceux du tableau 5. Dès lors, la prise en compte de l'endogénéité entre les attributs de gouvernance et le mode de financement des fusions-acquisitions ne modifie pas nos résultats. Les

résultats sont également relativement similaires à ceux présentés au tableau 6 lorsque les variables de contrôle sont ajoutés à la régression (résultats non présentés).

Le tableau 7 présente des résultats.

Tableau 7

Actions/Liquidités	Coefficient	Valeur p
Pred Accruals Discrétionnaires (PredAD)	3,387	0.030
$\Delta R\&D$	-128,509	0.039
PredAD* $\Delta R\&D$	-153,250	0.088
Pseudo R ²	6,9%	
Log de vraisemblance	82,81(0.00)	
Tests de différence de coefficients	Statistique de Fisher	Valeur p
Test conjoint		
$\Delta R\&D + \text{PredAD} * \Delta R\&D$	2.83	0.094
PredAD + $\Delta R\&D$ + PredAD* $\Delta R\&D$	2,76	0.096

Ces résultats nous portent à penser que la gouvernance a peu d'impact sur la qualité des résultats en contexte de fusions-acquisitions. La pression est forte sur les directions d'entreprises pour gérer à la hausse les résultats. Pour élucider davantage cette question, nous avons estimé un facteur de gouvernance en procédant à une analyse factorielle à partir de nos deux attributs de gouvernance. Un seul facteur ressort (regroupant les deux attributs). Par après, nous calculons la différence de moyenne des accruals discrétionnaires pour un score positif de gouvernance versus négatif et cela tour à tour pour les transactions par échange d'actions versus au comptant. Aucune différence statistique d'accruals discrétionnaires n'est observée par rapport à la qualité de la gouvernance, que ce soit pour les transactions par échange d'actions ($p < 0,46$) ou au comptant ($p < 0,47$).

5. Conclusion

Cette étude analyse l'impact de la gestion réelle et comptable des résultats ainsi que l'interaction entre les deux pratiques de gestion des résultats sur le choix du mode de financement, par les firmes initiatrices des offres de fusions-acquisitions au Canada. Le contexte Canadien offre un cadre intéressant pour l'examen de cette question de recherche. Le pays présente toutes les conditions nécessaires à un marché actif de fusions-acquisitions : un secteur bancaire vigoureux et une économie relativement solide. Nous avons également introduit la gouvernance et d'autres variables de contrôle identifiées dans la littérature comme étant généralement susceptibles d'affecter le mode de financement des opérations de fusions et acquisitions, telles que le niveau d'endettement, le niveau de liquidités ainsi que la performance économique des firmes acquéreuses.

Nos résultats sont à l'effet que les dirigeants des firmes initiatrices des offres de fusions-acquisitions qui financent la transaction par échange d'actions procèdent un an avant l'annonce de l'opération à une gestion comptable et réelle des résultats. Nous observons également un effet de substitution entre les deux pratiques de gestion des résultats. De plus, les entreprises endettées et qui disposent d'un meilleur niveau de liquidité et d'une bonne performance économique sont plus enclines à financer la F-A au comptant plutôt que par échange de titres. Enfin, la gouvernance exercée par le conseil d'administration réduit l'ampleur de la gestion des résultats par les accruals mais non par la gestion réelle. Toutefois, nos résultats ne sont pas affectés de façon significative en tenant compte de la gouvernance.

Cette étude a permis de faire ressortir l'importance de la gestion réelle et comptable des résultats dans le choix du mode de financement des F-A au Canada. À notre connaissance, notre étude constitue la première étude empirique à avoir examiné l'impact des deux pratiques de gestion des résultats et à avoir analysé le degré de substitution entre les deux dans le contexte des fusions-acquisitions au Canada.

Néanmoins, cette recherche contient certaines limites. La taille de l'échantillon semble relativement faible du fait du processus de sélection de l'échantillon et la période de l'étude est relativement courte (six années). Enfin, la gestion réelle des résultats n'a porté que sur une seule modalité à savoir l'ajustement des dépenses de recherches et développement. Il aurait été probablement plus pertinent d'intégrer d'autres modalités de gestion réelle des résultats, à savoir : le niveau de la production vendue (Plummer et Mest, 2001 ; Dechow et al., 1998) ainsi que le remboursement d'emprunt ou la cession d'actifs (Bartov, 1993), etc. Pour approfondir nos résultats, il serait également intéressant d'introduire d'autres facteurs explicatifs tels que la part des dirigeants dans le capital, l'actionnariat institutionnel, la qualité d'audit, etc. Il serait intéressant de mettre en place un modèle permettant de tester l'impact de ces manipulations sur la perception des actionnaires. Cela, pourra faire l'objet de recherches futures.

Références

- Alsharairi, M., Salama, A. (2012). Does High Leverage Impact Earnings Management? Evidence from Non-cash Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial and Economic Practice*, 12(1), 17-33.
- Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N.G. (1990). Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *The Journal of Finance*, 45(2), 603–616.
- Archibald, T.R. (1967). The Return to Straight-Line Depreciation: An Analysis of a Change in Accounting Method. *Journal of Accounting Research*, 5, 164–180.
- Ardekani, M.A., Younesi, N., Hashemijoo, M. (2012). Acquisition, Earnings Management and Firm's Performance: Evidence from Malaysia. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 91-110.
- Baber, W.R., Fairfield, P.M., Haggard, J.A. (1991). The Effect of Concern about Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development. *The Accounting Review*, 66(4), 818–829.
- Bange, M., De Bondt. W. (1998). R&D Budgets and Corporate Earnings Targets. *Journal of corporate finance*, 4, 153-184.
- Bartov, E. (1993). The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. *The Accounting Review*, 68(4), 840–855.

- Beasley, M.S., Carcello, J.V., Hermanson, D.R., Lapes, P.D. (2000). Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizon*, 14(4), 441-454.
- Beauchamp, C. (2013). L'impact de la gestion des bénéfices sur la valeur des entreprises lors d'opérations sur le capital. (Thèse de doctorat). Université de Genève. Récupéré de <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:36199/ATTACHMENT01>
- Begley, J., Eaton, T.V., Peck, S. (2003). Managers' Incentives to Manipulate Earnings in Management Buyout Contests: An Examination of How Corporate Governance and Market Mechanisms Mitigate Earnings Management. *Journal of Forensic Accounting*, 4, 249-274.
- Ben-Amar, W., Missonier-Piera, F. (2008). Earnings Management by Friendly Takeover Targets. *International Journal of Managerial Finance*, 4 (3), 232-243.
- Ben-David, I., Roulstone, D.T. (2008). Why Do Small Stock Acquirers Underperform in the Long-Term? AFA 2009 San Francisco Meetings Paper. Récupéré de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108418
- Boubaker, S., Lakhali, F., Nekhili, M. (2011). Les déterminants de la communication financière sur Internet par les entreprises françaises cotées. *Recherches en Sciences de Gestion*, 5(86), 41-61.
- Bushee, B.J. (1998). Institutional Investors, Long-Term Investment and Earnings Management. Working paper, Université de Pennsylvanie. Récupéré de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=52686
- _____. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Carcello, J.V., Hollingsworth, C.W., Klein, A., Neal, T.L. (2006). Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=887512> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.887512>
- Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 7, 119-140.
- Christie, A.A., Zimmerman, J.L. (1994). Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*, 69(4), 539-566.
- Clikeman, P.M., Geiger, M.A., O'Connell, B.T. (2001). Student Perceptions on Earnings Management: The Effects of National Origin and Gender. *Teaching Business Ethics*, 5, 389-410.
- Cohen, D.A., Dey, A., Lys, T.Z. (2008). Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757-787.
- Commerford, B., Hermanson, D., Houston, R., Peters, M. (2014). Real Earnings Management: the Auditor's Perspective. Working paper, Université d'Alabama. Récupéré de <http://ssrn.com/abstract=2384525>.

- Cormier, D., Ledoux, M.J., Houle, S. (2013). The Incidence of Earnings Management on Information Asymmetry in an Uncertain Environment: Some Canadian Evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(1), 26-38.
- Cormier, D., Magnan, M. (1995). Le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 1, 45-61.
- Cushing, B.E. (1969). An Empirical Study of Changes in Accounting Policy. *Journal of Accounting Research*, 7(2), 196–203.
- Debreceeny, R., Gray, G.L., Rahman, A. (2002). The Determinants of Internet Financial Reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(4-5), 371–394.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P. M., Kothari, S.P., Watts. R.L. (1998). The Relation between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133-168.
- Defond, M., Jiambalvo, J. (1994). Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-174.
- Djama, C., Dumas, G., Martinez, I. (2013). Entreprises innovantes et gestion des résultats comptables. *Comptabilité sans Frontières*. The French Connection, Récupéré de <https://halshs.archives-ouvertes.fr/hal-01002932/document>
- Draief, S., Chouaya. A. (2012). Effet de la gestion comptable et réelle des résultats sur le cout de la dette : analyse avant et après SOX. *Comptabilités et innovation*, Grenoble, France. pp.cd-rom. Récupéré de <https://halshs.archives-ouvertes.fr/hal-00691020/document>.
- Easterwood, C. (1998). Takeovers and Incentives for Earnings Management: An Empirical Analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14, 29 – 48.
- Eng, L.L., Mak, Y.T. 2003. Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Erickson, M., Wang, S. (1999). Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176.
- Faccio, M., Masulis, R.W. (2005). The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60, 1345-1388.
- Fama, E.F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Goodwin, E.A.A. (2009). Earnings Management around Mergers and Acquisitions. (Thèse de Doctorat). Université de Louisiana Tech. Récupéré de <http://search.proquest.com/docview/304916453?accountid=14719>
- Ghosh, A., Marra, A., Doocheol, M. 2010. Corporate Boards, Audit Committees, and Earnings Management: Pre- and Post-SOX Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1145-1176.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3–73.

- Hall, B. H. (2002). The Financing of Research and Development. *Oxford Review of Economic Policy*, 18(1), 35–51.
- Healy, P.M., Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Healy, P.M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 7(1-3), 85–107.
- Heron, R., Lie, E. (2002). Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(1), 137–155.
- Jeanjean, T. (2002). Gestion du résultat : mesure et démesure. Cahier de Recherche du CREG, Université Paris Dauphine, n°2003-13. Récupéré de <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00584475/document>
- Jensen, M.C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5–19.
- _____. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Hand, J.R. (1990). A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis. *The Accounting Review*, 65(4), 740–763.
- Jones, T.M. (1991). Ethical Decision Making by Individuals in Organizations: An Issue-Contingent Model. *The Academy of Management Review*, 16(2), 366–395.
- Kenneth, J.H., Pennywell, G. (2011). Earnings Management and the Stock Market Response to the Sarbanes-Oxley Act Based on a Measure of Competitive Strategy. *Review of Accounting and Finance*, 10(4), 368 – 384.
- Ketz, J.E. (1999). Update: How goes SEC's War Against Earnings Management?. *J. Corp. Acct. Fin.*, 10, 41–52.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Directors Characteristics and Earnings Management. *Journal of accounting and economics*, 33, 375-400.
- Kmenta, J. (1986), *Elements of Econometrics*, 2nd Edition, New York: Macmillan.
- Kusewitt, J.R. (1985). An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. *Strategic Management Journal*, 6, 151-169.
- Lange, P., Arnold, B. (2004). Enron: An Examination of Agency Problems. *Critical Perspectives on Accounting*, 15(6-7), 751-765.
- Louis, H. (2004). Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 121-148.
- Lin, J. W., Hwang, M. I. (2010). Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77.
- Lymer, A. (1999). The Internet and the Future of Corporate Reporting in Europe. *The European Accounting Review*, 8(2), 289–301.
- Mahdavi, G., Monfared M. M., Ebrahimi, F. (2012). Examine Impact of Corporate Governance on Selected Audit Firm in TSE. *Securities Exchange Periodical*, 13(4), 135-155.

- Markarian G., Pozza L., Prencipe A. (2008). Capitalization of R&D Costs and Earnings Management: Evidence from Italian Listed Companies. *International Journal of Accounting*, 43(3), 246- 267.
- Munter, P. (1999). SEC Sharply Criticizes “Earnings Management” Accounting. *Journal of Corporate Accounting & Finance.*, 10, 31–38.
- Murphy, K., Zimmerman, J. (1993). Financial Performance Surrounding CEO Turn-Over. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 273-316.
- 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.
- Nam D.T. (2011). Why Do Acquirers Manage Earnings Before Stock-for-Stock Acquisitions?. (Thèse de doctorat). Université d’Oregon. Récupéré de l’archive de publications électroniques de l’université de l’Oregon <https://scholarsbank.uoregon.edu/xmlui/handle/1794/11537>
- Osma, B. G., Young, O. (2009). R&D Expenditures and Earnings Targets. *European Accounting Review*, 18(1), 7-32.
- Paine, F.T., Power, D.J. (1984). Merger Strategy: An Examination of Drucker's Five Rules for Successful Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 5, 99-110.
- Perry, S. E., Williams. T. H. (1994). Earnings Management Preceding Management Buyout Offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157-180.
- Perry, S., Grinaker, R. (1994). Earnings expectations and discretionary research and development Spending. *Accounting Horizons*, 8(4), 43-51.
- Pikula, M. (2010). Earnings Management as Predictor of Acquisition Probability. (Mémoire de maîtrise). Université de Concordia. Récupéré de <http://spectrum.library.concordia.ca/979553/1/MR67224.pdf>
- Plummer, E., Mest. D. (2001). Evidence on the Management of Earnings Components. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16, 301-323.
- Ewert, R., Wagenhofer, A. (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review*, 80(4), 1101–1124.
- Ross, S.A. (1977). The Determination of Financial Structure; The Incentive- Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Sabri, M.F., MacDonald, M., Hira, T.K., Masud, J. (2010). Childhood Consumer Experience and the Financial Literacy of College Students in Malaysia. *Family & Consumer Sciences Research Journal*, 38(4), 455-467.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102
- 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.
- Song J.H. (1983). Diversifying Acquisitions and Financial Relationships: Testing 1974–1976 behavior. *Strategic Management Journal* 4(2), 97–108.

- 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), 61-92.
- Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Wu, Y.W. (1997). Management Buyouts and Earnings Management. *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 12(4), 373-389.
- Yip, G. (1982). Diversification Entry: Internal Development versus Acquisition. *Strategic Management Journal*, 3, 331-45.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.