UNIVERSITE DE REIMS CHAMPAGNE-ARDENNE
Faculté des Sciences Economiques, Sociales et de Gestion
Ecole Doctorale des Sciences de l'Homme et de la Société

FREE CASH FLOW, GESTION DES RÉSULTATS ET GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES : ETUDE COMPARATIVE DES ENTREPRISES FRANCAISES ET AMERICAINES

Thèse présentée et soutenue publiquement par **Ines FAKHFAKH BEN AMAR**
Le Mercredi 2 décembre 2009
En vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion (Spécialité : Comptabilité)

Sous la direction de **Monsieur Mehdi NEKHILI**

Membres du jury :

- **Monsieur Eric LAMARQUE**, Professeur à l'Université de Bordeaux 4, Rapporteur
- **Monsieur Mehdi NEKHILI**, Maître de Conférences Habilité à Diriger des Recherches à l'Université de Reims Champagne-Ardenne, Directeur de thèse
- **Monsieur Jean-Yves SAULQUIN**, Professeur à l'Ecole Supérieure de Commerce de Tours-Poitier, Président
- **Monsieur Alain SCHATT**, Professeur à l'Université de Bourgogne, Rapporteur

L'université n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

REMERCIEMENTS

Au terme de ce travail de recherche, je tiens à témoigner toute ma gratitude à l'égard des personnes qui m'ont encouragé et soutenu tout au long de ce travail de recherche.

Mes premiers remerciements s'adressent à mon directeur de thèse, Monsieur MEHDI NEKHILI et ce, pour son dévouement, son soutien continu et inestimable ainsi que pour ses précieux conseils et recommandations. J'espère qu'il trouve ici le témoignage de ma profonde gratitude et de ma sincère reconnaissance.

Je tiens à remercier particulièrement les membres de jury pour l'honneur qu'ils m'ont accordé en acceptant d'évaluer ce travail de recherche.

Mes vifs remerciements s'adressent à mon oncle Abdellfateh Fakhfakh ainsi qu'à Monsieur Mohamed Elleuch qu'ont consacré de leur temps à lire, voir à relire ce travail, puis à apporter leurs avis précieux.

Je remercie, également, mon cousin, Aymen Bouaziz, pour sa gentillesse, sa collaboration et sa serviabilité dans la collecte des données.

Ma reconnaissance est très grande à l'égard de Anis Ben Amar pour son aide précieuse en économétrie.

DEDICACES

Je dédie ce travail à :

Mes parents ; en témoignage de mon amour infini et de ma gratitude éternelle pour les soucis que j'ai pu leur créer, les sacrifices et la patience dont ils ont fait preuve durant toute ma scolarité. Que dieu leur apporte longue vie et bonne santé,

Mon mari Amin ; au nom de l'entente qui réunit nos âmes et pour toute la joie qu'il m'a offert dans ma vie et toutes les aides qu'il m'a apporté lors de l'accomplissement de mon travail de recherche. Que dieu lui garde heureux et en bonne état de santé,

Mon fils Ahmed ; nulle dédicace ne saurait exprimer tout l'amour que j'ai pour lui. Que dieu lui procure succès et bonheur,

Ma sœur Sonia, son mari Semi et leurs enfants Mériem et Mohamed. Qu'ils trouvent ici tout l'amour que j'éprouve pour eux et le souhait de bonheur.

Ma sœur Olfa, son mari Mohamed et leur fille Mouna. Qu'ils puissent y trouver fierté et satisfaction.

Mon frère Karim. Que le Bon Dieu lui offre davantage de succès dans sa vie professionnelle et personnelle.

Bien sûr, je pense bien évidemment à ma famille, la famille de mon mari et à mes amis pour leur soutien permanent.

INTRODUCTION GENERALE

L'information comptable et financière diffusée par les entreprises est-elle fiable ? Suite aux scandales financiers récents (déclenchés par la déclaration de la faillite de la compagnie pétrolière américaine «Enron») et plus récemment WorldCom, Xérox pour arriver au groupe laitier italien «Parmalat», les organismes de la réglementation comptable, les autorités sur les marché financiers, ainsi que les différents utilisateurs de l'information comptable ont remis en cause la transparence et la crédibilité des informations financières mises à la disposition des investisseurs. Même si ces exemples extrêmes de fraudes comptables sont rares, ils indiquent à quel point l'information comptable constitue un enjeu pour les dirigeants d'entreprises. Ces derniers, de part leur position stratégique, ont la possibilité d'influencer l'information comptable et d'utiliser la latitude qu'offrent les normes comptables pour produire l'information qui lui convient le mieux, sans qu'il y ait de fraude pour autant. En particulier, le résultat comptable est une variable sur laquelle les dirigeants peuvent agir. On parle alors de gestion des résultats (Schipper, 1989).

L'étude de la gestion des résultats s'inscrit dans le cadre des recherches en théorie positive de la comptabilité. La théorie positive porte sur l'analyse des choix comptables observés au sein des entreprises. Les recherches en théorie positive de la comptabilité regroupent principalement deux familles de travaux (Cormier, 2002) : les études testant les hypothèses de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité[1] (initiée par Watts et Zimmerman, 1978), et les études portant sur le contenu informationnel des chiffres comptables (Beaver, 1968 ; Cready et Mynatt, 1991 ; Brookfields et Morris, 1992).

La plupart des recherches qui se situent dans le cadre conceptuel de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité expliquent les décisions comptables à partir de la théorie de l'agence et des coûts politiques. La conjonction de ces théories a donné naissance à trois hypothèses que les chercheurs tentent de vérifier : la rémunération des dirigeants (décisions tendant à augmenter le résultat), les clauses restrictives d'emprunt (décisions réduisant le risque de violation de ces clauses) et les coûts politiques (décisions diminuant le résultat).

A l'intérieur de ce champ, plusieurs décisions comptables ont été étudiées. Les études empiriques dans ce domaine ont notamment porté sur les choix de méthodes comptables, les

[1] La théorie politico-contractuelle vise à comprendre et à expliquer les choix et les politiques comptables adoptés par les dirigeants.

changements de méthodes comptables, les prises de position sur les projets de normes, la rapidité d'adoption des nouvelles normes, la manipulation des résultats, la publication volontaire d'informations et le choix des auditeurs. L'étude de la gestion des résultats s'intègre donc clairement dans le courant des recherches en théorie positive de la comptabilité.

Jo et Kim (2007) stipulent que le choix de la politique comptable[2] est le reflet des conflits d'agence au sein de l'entreprise et d'une asymétrie d'information en faveur du dirigeant et au détriment de ses partenaires « *stakeholders* ». Dans ce cadre, la remise en cause du paradigme néoclassique admet que l'entreprise est un nœud de contrats entre des agents économiques aux intérêts parfois divergents. Chaque agent a pour objectif la maximisation de sa propre utilité au lieu de rechercher la maximisation de la richesse de l'entreprise. La relation d'agence entre dirigeants et actionnaires, qui constitue une illustration de la nature de ces contrats, peut donner lieu à des conflits d'intérêts générateurs de coûts[3]. L'une des sources de conflits entre actionnaires et dirigeants est la présence dans l'entreprise de fonds disponibles après financement de tous les projets rentables, appelé *free cash flow*.

La notion de *free cash flow* a été introduite par Jensen (1986). Il le définit comme étant la somme des fonds disponibles après financement de tous les projets rentables (c'est à dire les projets qui dégagent une valeur actuelle nette (VAN) positive sur la base d'un taux d'actualisation requis par les actionnaires). L'existence de *free cash flow* conduit à conflits supplémentaires entre dirigeants et actionnaires. En effet, les dirigeants peuvent s'engager dans des activités qui servent leurs propres intérêts aux dépens de ceux des actionnaires, ce qui entraîne inévitablement une diminution de la valeur de l'entreprise (Berger et Ofeck, 1995 ; Lamont et Polk, 2000 ; Poulain-Rehm, 2004).

[2] La politique comptable peut être définie comme étant l'ensemble des choix effectués par les dirigeants en matière comptable : choix de méthode d'évaluation et de méthode de présentation. Elle porte aussi sur la communication de l'information financière de l'entreprise. Ce choix affecte, dans le respect des contraintes réglementaires, le contenu ou la forme des états financiers publiés par l'entreprise.

[3] Selon la théorie de l'agence, les dirigeants des entreprises sont les mandataires (ou agents) des actionnaires, qui sont en situation de principal (ou mandant). Cette situation conduit à une divergence possible entre les objectifs entre ces dirigeants et actionnaires, qui se traduit par des choix en termes de politique financière pouvant correspondre davantage aux objectifs des dirigeants qu'à ceux des actionnaires. Ceux-ci tentent alors de réduire les coûts induits par cette divergence (coûts d'agence) en exerçant un contrôle sur les dirigeants, par l'intermédiaire du conseil d'administration ou d'un système de rémunération incitatif. La performance financière de l'entreprise varie en fonction inverse des coûts d'agence.

La séparation de la direction et de la propriété crée un potentiel pour les dirigeants de dépenser le *free cash flow* dans des projets de non-maximisation de valeur (Brealey et Myers, 2000). Plus particulièrement, les dirigeants s'engagent dans des investissements additionnels qu'ils préfèrent, bien que ces derniers ne soient pas dans l'intérêt des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Selon Charreaux (1997), l'existence de *free cash flow* conduit les dirigeants à des stratégies de diversification pas forcément rentables, en vue d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire d'autant que ces investissements ont lieu dans des secteurs qu'ils connaissent bien.

Par conséquent, le *free cash flow* est à l'origine des problèmes d'agence dans l'entreprise. Comment les dirigeants vont-ils réagir face à ce surplus de cash ? La présence du cash supplémentaire mène les dirigeants à prendre des décisions stratégiques : débourser le cash aux actionnaires, l'utiliser pour une acquisition externe, ou le dépenser dans des projets non rentables.

Les conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants sur les politiques de déboursement (dividendes, rachats d'actions) sont particulièrement aigus quand l'entreprise produit du *free cash flow* substantiel. En outre, les entreprises qui disposent d'importants fonds disponibles mais dont les perspectives de croissance sont maigres risquent de voir leurs fonds gaspillés dans des projets non rentables. En revanche, les entreprises dotées de peu de fonds mais de perspectives de croissance élevées devront en priorité trouver les moyens pour financer leurs investissements *a priori* rentables ; par conséquent, le risque de réaliser des projets à VAN négative est moindre.

A ce niveau, la question suivante se pose : comment amener les dirigeants à distribuer le cash plutôt qu'à l'investir à un taux de rendement inférieur au coût de capital ?

Le *free cash flow* peut être affecté aux actionnaires sous forme de dividendes. Dans ce cadre, le rôle des dividendes consiste à protéger les intérêts des actionnaires en amenant l'entreprise à épuiser d'éventuels excédents de trésorerie qui pourraient être divertis ou exploités par les dirigeants. D'un autre coté, la distribution de dividendes constitue un moyen de forcer l'entreprise à s'affronter avec le marché pour obtenir des nouveaux fonds. En effet,

l'accès au marché financier impose une discipline des dirigeants suite à l'activité de surveillance engendrée par les investisseurs externes (Rozeff, 1982 ; Easterbrook, 1984).

Le rachat d'actions est une seconde alternative possible aux dirigeants pour affecter le *free cash flow* aux actionnaires. Disposant d'une trésorerie abondante, le rachat d'actions paraît être un outil attrayant au manque d'opportunités d'investissements intéressantes. C'est un outil juridique affichant plusieurs finalités dont l'une est la restitution aux actionnaires de fonds qui ne peuvent plus être affectés à des projets rentables.

En outre, le *free cash flow* peut être alloué aux créanciers de l'entreprise. Jensen (1986) suggère que le recours à l'endettement limite la discrétion managériale en réduisant l'accès des dirigeants au *cash flow* de l'entreprise. Plus particulièrement, la dette représente un engagement de l'entreprise à utiliser son *cash flow* disponible pour payer les intérêts et rembourser le capital, plutôt qu'à le dépenser dans des projets non rentables.

Ainsi, les flux de trésorerie produits par l'entreprise, qui ne peuvent pas être investis dans des projets à VAN positive, devraient être systématiquement distribués. Dans ce cas, il n'y a pas de problème d'agence entre l'entreprise et ses actionnaires. Si tel n'est pas le cas, le *free cash flow* risque d'être, tôt ou tard, investis dans des projets dont la rentabilité attendue est insuffisante. Nous discutons dans ce cas d'une situation de surinvestissement[4].

Les dirigeants sont d'autant plus réticents à reverser le *free cash flow* qu'il est dans leur intérêt de les conserver. La question qui se pose dans ce cadre : pourquoi les dirigeants cherchent à investir le *free cash flow* dans des projets non rentables au lieu de l'allouer aux actionnaires ou aux créanciers ?

En effet, la distribution du *free cash flow* réduit les ressources sous le contrôle des dirigeants et en les soumettent plus probablement au contrôle du marché financier en cas de besoin de nouveaux capitaux (Rozeff, 1982 ; Easterbrook, 1984).

[4] Une entreprise est en situation de surinvestissement lorsqu'elle n'a pas des opportunités de croissance et s'engage dans des projets nécessairement à VAN négatives.

Ainsi, les dirigeants cherchent souvent à maintenir le *cash* dans l'entreprise au lieu de le distribuer aux actionnaires ou créanciers de l'entreprise. L'investissement du *free cash flow* dans des projets même inefficaces, permet de développer l'entreprise au-delà de sa taille optimale. Les dirigeants sont incités à agir ainsi puisque la croissance de l'entreprise augmente leur pouvoir en renforçant les ressources sous leur contrôle. La croissance est également associée à une rémunération plus élevée des dirigeants, lorsque l'évolution de la rémunération est positivement liée à la croissance des ventes (Murphy, 1985). En outre, les dirigeants peuvent adopter une stratégie d'enracinement[5] préjudiciable aux actionnaires afin de conforter leur position. Selon Shleifer et Vishny (1989) et Morck et *al*. (1990), les dirigeants sont tentés d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard et d'élargir leur espace discrétionnaire en réalisant des investissements spécifiques à leur savoir-faire et qui peuvent être contraires à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires.

Par conséquent, l'existence de *free cash flow* dans l'entreprise peut conduire les dirigeants à opter pour des politiques d'investissement sous optimales. Particulièrement, les dirigeants peuvent suivre des stratégies de diversification pas nécessairement rentables dans le seul objectif d'accroître leur pouvoir discrétionnaire. Ces investissements non rentables, de non maximisation de valeur affectent la situation financière de l'entreprise. Ceci se matérialise par une réduction des résultats de l'entreprise et d'une baisse des cours des actions. En plus, cette situation peut déclencher des démarches de remplacement des dirigeants et des cadres supérieurs.

Pour ne pas attirer le regard sur l'impact négatif de ces investissements, les dirigeants peuvent recourir à la gestion des résultats et utiliser particulièrement des procédures comptables d'augmentation des résultats. L'augmentation des résultats pourrait rassurer les investisseurs et entraînerait une meilleure évaluation de l'entreprise. De ce fait, les entreprises ayant de *free cash flow* élevé sont plus orientées de choisir des *accruals*[6] discrétionnaires d'augmentation des résultats (Chung et *al*., 2005a).

---

[5] La théorie d'enracinement suppose que les acteurs développent des stratégies pour conserver leur place dans l'organisation et évincer d'éventuels concurrents. En procédant ainsi, ils rendent leur remplacement coûteux pour l'organisation à laquelle ils appartiennent, ce qui leur permet d'augmenter leur pouvoir ainsi que leur espace discrétionnaire (Paquerot et Alexandre, 2000).

[6] Les *accruals* sont constitués par « tous les produits et les charges enregistrés au compte de résultat et qui n'ont donné lieu à aucun flux au cours de l'exercice. Il s'agit des charges et produits calculés (dotations aux amortissements, dotations et reprises de provisions…) et des charges et produits décalés (éléments constitutifs de

Etant donné la marge dont disposent les dirigeants dans la gestion des résultats afin de masquer la mauvaise performance de l'entreprise (suite à des décisions de non-maximisation de valeur), les actionnaires disposent d'une variété de mécanismes pour protéger leurs intérêts (Jensen et Meckling, 1976). Ces mécanismes comprennent la présence d'administrateurs externes indépendants au sein du conseil d'administration[7], la présence d'un comité d'audit, la séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et la présence des investisseurs importants qui jouent un rôle actif dans le contrôle des dirigeants.

Ainsi, plusieurs mécanismes de gouvernement sont susceptibles de limiter le niveau de *free cash flow* et par conséquent la gestion de résultats pratiquée par les dirigeants pour dissimuler les investissements de valeurs négatives. Par conséquent, nous pouvons nous attendre à ce que le niveau de *free cash flow* et des *accruals* discrétionnaires soient réduits dans les entreprises ayant un système efficace de gouvernance.

Une bonne protection des investisseurs rend le détournement d'actifs par les dirigeants plus risqué et plus coûteux. En effet, plusieurs études antérieures montrent que la protection des investisseurs est un facteur important qui détermine les choix des entreprises tel que la politique de financement et la politique de dividendes. Dans ce cadre, plusieurs chercheurs se sont intéressés, à travers des études supranationales, à l'analyse de la politique de dividende dans des contextes institutionnels différents. Les travaux de La porta et *al*. (2000a) ont largement contribué à impulser ce débat. En réalité, les garanties juridiques accordées aux actionnaires renvoient au degré de protection des investisseurs contre les comportements opportunistes des dirigeants et les risques d'expropriation.

---

la variation du besoin en fonds de roulement) » (Chalayer et Dumontier, 1996). Ils présentent l'avantage de mesurer l'incidence globale de tous les choix comptables et d'agréger tous les effets de changements des méthodes comptables en une seule (Watts et Zimmerman, 1990, p.138). Une partie de ces ajustements, dite non discrétionnaire, découle de l'activité normale de l'entreprise et elle est considérée comme n'ayant subi aucune discrétion managériale. L'autre partie, discrétionnaire, est gérée intentionnellement par les dirigeants et elle est utilisée afin de détecter la gestion des résultats.

[7] La théorie de l'agence suppose que les administrateurs internes ne disposent pas du pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions des dirigeants. Ces administrateurs sont des cadres de l'entreprise ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement de la direction. Le manque d'indépendance nuit donc gravement à l'efficacité de leur contrôle. En revanche, les administrateurs externes sont recrutés pour leurs compétences. Leur indépendance à l'égard des dirigeants leur permet de s'opposer aux décisions les plus contestables (Weisbach, 1988 ; Godard, 1996 ; Caby et Hirigoyen, 1997).

La porta et *al*. (2000a) sont les premiers à mettre en évidence une relation entre la politique de dividende et la protection légale des actionnaires. Dans leur étude portant sur 4103 firmes cotées dans 33 pays, les auteurs montrent l'existence d'une relation entre la politique de dividende et le degré de protection des actionnaires minoritaires. Ils postulent que les politiques de dividendes varient à travers les régimes juridiques (*common law vs civil law*) et en fonction de la qualité de la protection légale accordée aux actionnaires : une meilleure protection des actionnaires étant associée à des dividendes plus élevés. Ainsi, avec un système juridique efficace, les actionnaires minoritaires se servent de leur pouvoir légal pour forcer les entreprises à verser des liquidités limitant ainsi le problème de *free cash flow*.

Quelle serait donc la nature du rapport entre l'environnement réglementaire et le problème de *free cash flow* et dans quelle mesure la gestion des résultats serait-elle affectée par la qualité des règles juridiques : une meilleure protection des investisseurs affaiblie-t-elle la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats ? En outre, est-ce que l'impact des mécanismes de gouvernement sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats dans les pays de droit commun est le même que dans les pays de droit civil ?

Questions de recherche

Notre travail cherche à répondre aux deux questions suivantes : comment la présence de *free cash flow* est associée à la gestion des résultats et comment le mode de gouvernance modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats ?

Pour répondre à ces deux questions, nous proposons d'examiner le comportement des entreprises en matière de gestion des résultats dans un contexte international. Dans cette perspective, nous conduisons une étude comparative dans laquelle nous examinerons, sur un échantillon composé de deux pays (la France et les États-Unis), les différences des niveaux de gestion des résultats ainsi que les caractéristiques juridiques, institutionnelles pouvant expliquer de telles disparités. Cette étape est primordiale dans la mesure où elle va nous permettre de soutirer de nouvelles explications non décelables par une étude conduite sur un marché unique.

Plus exactement, nous avons choisi d'examiner l'influence des caractéristiques financières et juridiques sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats dans les deux pays déjà indiqués. Nous pouvons classer ces deux pays selon le niveau de leur développement financier et la nature de leur régime juridique et institutionnel. Le premier pays est la France. Son régime juridique est le droit civil et son système financier est centré sur les banques et/ ou les détenteurs de blocs de contrôle. Le deuxième pays, les États-Unis, est un pays de « *common law* » et se caractérise par un marché financier développé. Comme le soulignent La Porta et *al*. (2000a), la protection légale des investisseurs diffère sensiblement entre les pays. La différence réside dans le contenu des lois ainsi que dans la qualité de leurs applications. Les pays du droit coutumier comme les États-Unis et la Grande Bretagne, présentent une protection effective des actionnaires minoritaires, l'expropriation des actifs par les « *insiders* » (les internes : les dirigeants et les actionnaires majoritaires) est plus difficile à réaliser. En particulier, ils montrent que les pays du droit coutumier offrent une meilleure protection aux investisseurs, alors que les pays du droit civil (France, Allemagne), et plus visiblement les pays du droit civil français, présentent des protections moins faibles. En outre, il existe un lien entre la protection des investisseurs, le degré de concentration de la propriété dans les entreprises (La Porta et *al*., 2000b), et le degré de développement des marchés des capitaux (La Porta et *al*., 2000a).

De ce fait, analyser la gestion des résultats pour des entreprises appartenant à différents pays permet de mettre l'accent sur l'importance des caractéristiques financières et juridiques, censées affecter la relation entre la gestion des résultats et le *free cash flow*.

En résumé, notre travail s'interroge dans un premier temps, sur la relation entre les *acrruals* discrétionnaires et le *free cash flow* des entreprises de faible croissance. Est-ce que les dirigeants des entreprises de faible croissance, à *free cash flow* élevé, ont des incitations à gérer leurs résultats ?

Dans un deuxième temps, nous essayerons de voir si les mécanismes de gouvernement sont efficaces en décourageant la gestion opportuniste des résultats, pratiqué pour camoufler les investissements non rentables. Est-ce que l'effet encourageant du *free cash flow* sur les *accruals* discrétionnaires (c'est à dire la relation positive entre les *accruals* discrétionnaires et le *free cash flow*) est contraint ou modéré par la présence de bonnes pratiques de

gouvernement[8] ? Le système légal et les mécanismes de gouvernement atténuent-ils efficacement l'opportunisme managérial ? Est-ce que les effets nuisibles de *free cash flow* seront-ils réduits ? Est-ce que la relation positive entre les *accruals* discrétionnaires et le *free cash flow* sera affaiblie ?

Objectifs de la recherche

Cette recherche a pour objectif d'examiner le problème d'agence de *free cash flow* dans le contexte des choix comptables opportunistes des dirigeants. Elle se focalise également sur l'interaction entre les effets d'incitation et les effets de surveillance sur les choix des dirigeants en matière des *accruals* discrétionnaires. Tandis que les recherches précédentes montrent que le niveau des *accruals* discrétionnaires est inférieur pour les entreprises auditées par les grands cabinets d'audit « les *Big* » (Becker et *al*., 1998 ; Francis et *al*., 1999), pour les entreprises caractérisées par une présence des institutions financières (Jiambalvo et *al*., 2002) et pour les entreprises appartenant à des pays d'une bonne protection légale des investisseurs (Leuz et *al*., 2003), il y a peu d'intérêt accordé pour examiner comment l'effet de surveillance (c'est à dire l'ensemble des mécanismes de gouvernement des entreprises) atténue l'effet sur les *accruals* discrétionnaires (c'est à dire la relation positive entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires).

A notre connaissance, peu d'études (Lin et Shiue, 2003 ; Chung et *al*., 2005a,b ; Jaggi et Gul, 2006) ont traité cette question. Toutefois, ces études ont examiné uniquement la qualité d'audit, la présence d'investisseurs institutionnels et la dette, comme mécanismes de gouvernement d'entreprise, modérant la relation entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires. Par ailleurs, ces auteurs n'ont pas tenu compte de l'impact des caractéristiques juridiques et institutionnelles des pays sur une telle relation.

[8] Jusqu'à cette date, aucune liste exhaustive des bonnes pratiques ni des mauvaises pratiques de gouvernance n'a pu être dressée. Toutefois, il semble y avoir un compromis sur certaines pratiques qui tendent le plus généralement à réduire l'asymétrie de l'information et les conflits d'intérêts. En effet, les mécanismes d'incitation que ce soit en terme de rémunération ou de propriété managériale, une structure de propriété concentrée (présence de majoritaires), une grande proportion d'externes dans un conseil d'administration de petite taille et se réunissant fréquemment semblent orienter le comportement du dirigeant vers l'augmentation de la valeur de l'entreprise. En revanche, la dualité, l'enracinement du dirigeant et la prépondérance des internes siégeant dans le conseil semblent constituer des facteurs suscitant l'omnipotence du dirigeant et l'impunité de certains actes.

Notre étude vise à examiner la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Deuxièmement, elle cherche à examiner la relation entre, d'une part, plusieurs mécanismes de gouvernement d'entreprise et, d'autre part, un aspect subtil de la fiabilité de l'information comptable, à savoir la gestion des résultats (autrement dit la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats). Ces éléments de gouvernement d'entreprise ont trait, essentiellement, à la structure d'actionnariat, à la qualité de l'audit externe, aux caractéristiques du conseil d'administration et au cadre juridique du pays.

Cette démarche est pertinente à plusieurs égards. Cette recherche permet de répondre à la question préoccupant principalement les investisseurs et portant sur la fiabilité de l'information financière. Différents organismes régulateurs à savoir la commission Treadway (1987), la commission Cadbury (1992) et la commission Blue Ribbon (1999) sont tous confrontés au problème de la non-fiabilité des états financiers.

Plus particulièrement, la fiabilité des états financiers peut être atténuée par une gestion abusive des résultats. En effet, bien qu'il ne soit pas nécessairement inapproprié, le phénomène de la gestion des résultats peut devenir abusif lorsqu'il obscurcit la vraie performance de l'entreprise (Blue Ribbon Report, 1999). De ce fait, en identifiant les mécanismes de gouvernement d'entreprise et les caractéristiques des différents systèmes de gouvernement qui ont le plus d'effet sur la gestion des résultats (pratiquée dans une situation de *free cash flow*), cette recherche permet d'aider les législateurs, les conseils d'administration, les comptables et les normalisateurs à prendre les mesures nécessaires dans le but de limiter la latitude managériale[9] et à renforcer le contrôle des dirigeants pour améliorer le niveau général de gouvernance des entreprises.

Par ailleurs, cette étude cherche à attirer l'attention des normalisateurs pour rendre obligatoires certaines mesures de divulgation qui permettent aux actionnaires et aux créanciers de l'entreprise de détecter à travers les états financiers une situation de *free cash flow* ou une situation de gestion des résultats qui renvoie à une situation de *free cash flow*.

[9] Selon Charreaux (2000), la notion de latitude managériale correspond à la liberté de choix dont dispose le dirigeant pour proposer, mettre en œuvre et gérer les investissements. Les dimensions de cette latitude peuvent s'appréhender en terme de montant, de nature, de caractéristiques de flux (contrôlabilité, visibilité…), de mode de financement, de répartition des flux… Cette latitude dépend, en particulier, de l'ensemble des composantes du système de gouvernance de l'organisation qui contraignent ces choix. (p. 26)

En outre, il existe un intérêt académique à ce type de recherche, et ce, à un double niveau. Cette étude apporte des contributions significatives dans plusieurs domaines de recherche. Elle concourt à la littérature qui examine l'efficacité des structures de gouvernement d'entreprise. En effet, cette recherche examine l'efficacité des mécanismes de gouvernement dans une situation de *free cash flow*. C'est ainsi que cette recherche souligne l'importance d'examiner des contextes spécifiques en déterminant l'efficacité des mécanismes de gouvernement. Les recherches antérieures se sont concentrées sur la relation entre les mécanismes de gouvernement et la performance globale de l'entreprise (Hermalin et Weisbach, 1991 ; Bhagat et Black, 1999). Cependant, il est bien connu que la relation entre des mesures de gouvernement (et en particulier la structure du conseil d'administration) et la performance de l'entreprise est compliquée d'une manière endogène (Gertner et Kaplan, 1996 ; Hermalin et Weisbach, 1998 ; John et Senbet, 1998). Cette recherche suppose que les mécanismes de gouvernement devraient être conçus en fonction des problèmes spécifiques d'agence que l'entreprise affronte. Par conséquent, les analyses de l'efficacité du gouvernement devraient être contextuelles.

Un autre intérêt de cette recherche tient à l'étude de l'influence des facteurs institutionnels sur la gestion des résultats (Leuz et *al*., 2003). Dans un contexte où la gouvernance des entreprises prend une importance accrue, il est intéressant de relier le rôle des mécanismes de gouvernement dans la réduction de la gestion des résultats à la nature de l'environnement juridico/financier de l'entreprise, les pays étant classés en catégories selon leur degré de « transparence ». En franchissant le cadre d'étude de marché unique, l'objectif de cette étude est d'examiner la pratique de gestion des résultats dans un contexte plus élargi de la théorie de l'agence et de gouvernement d'entreprise.

La relation entre la gestion des résultats et le *free cash flow* peut varier en fonction du cadre juridique du pays. Les coûts d'agence entre les « *insiders* » (les dirigeants et les actionnaires majoritaires) et les outsiders (les actionnaires minoritaires) sont inférieurs dans un pays caractérisé par une structure légale dotée d'une bonne protection des investisseurs. Dans un pays de bonne protection des actionnaires, la possibilité d'investir le *free cash flow* dans des projets non rentables est limité. Par conséquent, les dirigeants ont moins de latitude dans la pratique de la gestion des résultats. En plus, l'effet modérateur des mécanismes de

gouvernement sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats peut varier en fonction du système juridique du pays.

Méthodologie et principaux résultats empiriques

Notre méthodologie suit une démarche hypothético-déductive. Cette dernière se résume en cinq phases : rappel des différentes hypothèses à tester, description des procédures de sélection de l'échantillon et de collecte des données, présentation de la méthode d'analyse de ces données, et discussion et interprétation des résultats.

Afin de tester la plausibilité de nos hypothèses théoriques, nous avons choisi d'utiliser des données de panels en se basant sur un échantillon de 93 entreprises françaises appartenant à l'indice *SBF 250* pendant la période 2001-2005 et un échantillon de 87 entreprises américaines appartenant à l'indice *Nasdaq* pendant la même période. L'utilisation des données de panels permet de traiter conjointement les effets individuels et les effets temporels (Sevestre, 2002). Nous aurons recours au modèle à équations simultanées dans le cadre de ce travail. Celui-ci comprend trois équations (relatives aux trois stratégies suivantes : la gestion des résultats, le niveau de *free cash flow* et la politique de dividende). Ce modèle permet de prendre en considération le caractère endogène de ces stratégies. En effet, dans un système à équations simultanées, des variables endogènes s'enchevêtrent parmi les variables explicatives et ces mêmes variables endogènes sont aussi des variables dépendantes dans d'autres équations. Ainsi, les termes d'erreur sont souvent corrélés avec les variables endogènes violant les hypothèses de base des moindres carrés ordinaires.

Les résultats trouvés mettent en exergue des différences entre la France et les États-Unis. D'abord, nous trouvons que les entreprises françaises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* sont plus incitées à gérer les résultats, particulièrement à la hausse. En revanche, un niveau élevé de *free cash flow* n'incite pas les dirigeants des entreprises américaines à gérer leurs résultats, mais réduit leur attitude opportuniste et particulièrement leur volonté à gérer les résultats à la hausse. Les spécificités institutionnelles des États-Unis, pays du droit commun, contraignent donc les dirigeants à gérer les résultats même avec un niveau élevé de *free cash flow*. De plus, nous constatons que la distribution de dividendes joue un rôle important dans la réduction du niveau de *free cash flow*, ceci aussi bien pour la France que pour les États-Unis. Ainsi, nous remarquons que certains mécanismes de

gouvernement d'entreprise ont un impact direct sur le niveau de *free cash flow* alors que d'autres agissent indirectement à travers la politique de dividendes. Ceci nous a permis d'examiner l'impact des mécanismes de gouvernance sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats et d'accepter ou de rejeter nos hypothèses d'étude.

Pour le cas français, la variable relative à la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise agit plutôt directement sur le niveau de *free cash flow*, et moins indirectement puisqu'elle défavorise une distribution soutenue de dividendes. Par ailleurs, la grande taille du conseil d'administration, le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et le niveau d'endettement, bien qu'ils affectent positivement et sensiblement le niveau de *free cash flow*, ne favorisent que faiblement la croissance du dividende. En revanche, la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration agit indirectement sur le niveau de *free cash flow*. Quant aux autres mécanismes étudiés, les résultats ne nous permettent pas de tirer des conclusions.

Pour le cas américain, nous constatons que la grande taille du conseil d'administration, la concentration de propriété et le niveau d'endettement, bien qu'ils affectent positivement et sensiblement le niveau de *free cash flow*, ne favorisent que faiblement la croissance du dividende. Encore, la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration n'agit que directement sur le niveau de *free cash flow*. Par contre, la qualité de l'audit externe agit indirectement à travers la politique de dividendes. Les autres variables, à savoir le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et la propriété managériale, n'agissent pas ni directement ni indirectement sur le niveau de *free cash flow*.

Structure globale de la thèse

Notre travail est organisé comme suit : En nous situant dans le cadre de la théorie de *free cash flow*, nous exposons dans un premier chapitre les définitions, les mesures ainsi que les utilisations possibles de *free cash flow*. En vu de montrer l'impact négatif engendré par les investissements de non-maximisation de valeur sur la performance de l'entreprise, nous exposons quelques exemples de ces investissements non rentables. Cette situation justifie le recours des dirigeants à la gestion des résultats.

Nous abordons dans un deuxième chapitre la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats, où nous analysons les définitions, les motivations, les mesures de la gestion des résultats ainsi que les recherches ayant explicitées cette relation.

Le troisième chapitre est consacré à présenter les différents modes de gouvernement et leurs effets de modération sur la relation entre la gestion des résultats et le *free cash flow*. Un ensemble d'hypothèses testables est proposé.

La définition des aspects méthodologiques, les procédures d'échantillonnage et de collecte de données ainsi que l'analyse et la discussion de nos résultats feront l'objet du quatrième chapitre.

Dans la conclusion générale, nous présentons les principales conclusions de ce travail, les limites et les perspectives de recherches.

CHAPITRE 1 :

FREE CASH FLOW : DEFINITIONS, MESURES ET UTILISATIONS POSSIBLES

INTRODUCTION

Jensen (1986) définit le *free cash flow* comme étant l'ensemble de fonds disponibles après financement de tous les projets à VAN positive, sur la base d'un taux d'actualisation égal au coût du capital. Les dirigeants des entreprises ayant un niveau de croissance faible et dégageant des fonds discrétionnaires substantiels sont supposés investir dans des activités qui ne tendent pas vers la maximisation de la richesse des actionnaires. Nous ne pouvons parler de risque de *free cash flow* qu'en présence de fonds discrétionnaires associée à de faibles opportunités de croissance.

L'existence d'importants fonds discrétionnaires peut être source de conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires car les premiers ont naturellement tendance à investir ces fonds dans des projets qui visent essentiellement à accroître la taille de l'entreprise ou à diversifier ses activités, alors que les seconds souhaitent au contraire la distribution de ces fonds.

Les dirigeants ont une préférence pour les liquidités car leur présence augmente leur liberté de manœuvre (Jensen, 1986) mais aussi réduit le risque global de l'entreprise (Opler et *al*., 1999). Les dirigeants peuvent investir les excédents de liquidités de manière non optimale dans des projets de diversification. En particulier, Harford (1999) affirme que les entreprises ayant de *free cash flow* ont plus de probabilités d'effectuer des acquisitions de diversification détruisant de la valeur.

Dans ce cadre, une situation de surinvestissement existe si le dirigeant est tenté de faire croître l'entreprise au-delà de sa taille optimale en entreprenant des investissements à VAN négative. Deux raisons peuvent le conduire dans cette voie : la première tient au fait qu'il augmente les ressources sous son contrôle, ce qui lui permet d'accroître son pouvoir (Mueller, 1969). La deuxième raison réside dans l'éventualité que sa rémunération et sa réputation soient liées à la taille de l'entreprise (Murphy, 1985 ; Narayanan, 1985 ; Schmidt et Fowler, 1990 ; Lambert et *al*., 1991).

Il apparaît légitime de chercher à limiter le gaspillage de fonds par les dirigeants. Quels sont les moyens qui permettent de réduire ce gaspillage ? La distribution de dividendes

constitue un moyen de réduire les fonds à la disposition des dirigeants tout comme le recours à l'endettement ou aux rachats d'actions.

Face aux attitudes opportunistes des dirigeants et en faisant valoir qu'ils évitent de rémunérer les actionnaires en consacrant les disponibilités financières de l'entreprise à des activités improductives, Jensen (1986) montre que le moyen le plus efficace pour réduire les conflits d'intérêts est d'augmenter la dette. En effet, la dette est un outil de pression qui oblige les dirigeants à n'investir que dans des projets à VAN positive. L'utilisation de la dette a alors deux fonctions : elle diminue le niveau de ressources « *libres* » pouvant être accaparées par les dirigeants, elle augmente la probabilité de faillite de l'entreprise et la perte de pouvoir décisionnel qui y est associé. Une faillite serait une catastrophe non seulement pour les actionnaires mais aussi pour les dirigeants dont la réputation serait fortement ternie et qui auraient du mal à retrouver une situation et un poste similaire.

D'un autre point de vue, bien que l'endettement soit l'instrument disciplinaire préconisé par Jensen (1986), il semble opportun de ne pas négliger le rôle joué par la distribution de dividendes dans l'affectation des fonds discrétionnaires. La distribution de dividendes constitue, en effet, un moyen de réduire les fonds à la disposition des dirigeants et de réduire, *ipso facto*, le risque de voir ces fonds investis dans des projets à VAN négative (risque de surinvestissement).

En outre, parmi les moyens permettant de réduire significativement le *free cash flow* à la disposition des dirigeants, le rachat d'actions propres occupe une bonne place. En effet, cette pratique permet de restituer aux actionnaires des montants très importants de cash tout en augmentant, par le jeu de l'offre et de la demande, le prix des titres restants sur le marché.

La méthodologie développée au niveau de ce chapitre consiste principalement à mettre en perspective les affectations possibles du *free cash flow* aux actionnaires et aux créanciers de l'entreprise. Toutefois, avant de présenter les affectations possibles de *free cash flow*, nous introduirons et développerons la notion de *free cash flow*, qui est très ambiguë et qui a été critiquée par de nombreux auteurs. En dernier lieu, nous recenserons les études empiriques qui soulignent l'impact négatif des investissements engagés par les dirigeants dans une situation de *free cash flow*.

Section 1 : Définitions et mesures du free cash flow

Jensen (1986) définie le *free cash flow* comme étant le *cash flow* en excès de ce qui est requis pour placer tous les projets qui ont des VAN positives, une fois évalué au coût du capital pertinent.

En fait, Jensen évoque deux déterminants du risque du *free cash flow* qui sont les *cash flows* (ou flux de trésorerie potentiels ou fonds discrétionnaires) présents dans l'entreprise et le niveau de ses perspectives (ou opportunités) de croissance. Les entreprises qui disposent d'importants *cash flows* mais dont les perspectives de croissance sont faibles risquent de voir leurs fonds gaspillés dans des projets non rentables. Cependant, la présence de *cash flow* toute seule n'implique pas qu'il sera investi dans des projets de réduction de valeur. Les entreprises disposant de forts excédents de trésorerie et de faibles opportunités de croissance sont celles qui sont plus orientées de choisir des investissements non performants. En revanche, les entreprises dotées de peu de fonds discrétionnaires mais de perspectives de croissance élevées devront en priorité trouver les moyens de financement de leurs investissements *a priori* rentables. Par conséquent, le risque de réaliser des projets à VAN négative est moindre.

Dans le but de rendre opérationnelle la théorie du *free cash flow*, il est nécessaire de connaître les mesures possibles des *cash flows* en relation avec les opportunités de croissance d'une entreprise.

I. MESURES DES CASH FLOWS NON DISTRIBUES

Avant d'aborder la notion du *free cash flow*, il est intéressant de définir qu'est ce on entend par *cash flow* pour pouvoir faire la distinction entre les deux notions.

- *Définition et mesure du cash flow*

Une entreprise, au cours d'un exercice voit sa trésorerie affectée par des mouvements entrants et sortants correspondant aux différents flux occasionnés par son activité : d'une part, elle doit financer des charges qui se traduisent par des décaissements (achat de matières premières, paiement des salaires...) alors que dans le même temps, elle encaisse entre autre le

produit de ses ventes. La différence entre ces décaissements et ces encaissements fait apparaître un solde que l'on appelle *cash flow*.

Cash flow = Produits encaissables – Charges décaissables

Le *cash flow* représente de ce fait l'ensemble des ressources, dégagées au cours de l'exercice, grâce aux opérations de gestion de l'entreprise. Il définit donc le montant global des ressources que l'entreprise pourrait consacrer à l'autofinancement.

En outre, le *cash flow* peut être déterminé d'une autre façon :

Cash flow = Résultat de l'exercice + Charges non décaissés (Amortissements)

La raison pour laquelle les amortissements sont ajoutés est qu'ils ne représentent pas un paiement pour l'entreprise mais bien une diminution de valeur des avoirs de cette dernière.

Le *cash flow* représente donc le potentiel d'autofinancement de l'entreprise, avant toute décision de distribution du bénéfice. Toutefois, comme le capital doit aussi être rémunéré, un autre *cash flow* est apparu : c'est le *free cash flow*.

Le *free cash flow* ou flux de trésorerie disponible correspond au flux de trésorerie généré par l'actif économique (*operating assets*), flux qui est ensuite réparti entre ceux qui ont financé cet actif économique, à savoir les actionnaires et les prêteurs (banques et obligataires).

La littérature diverge sur la façon de mesurer le *free cash flow* tel que conceptualisé par Jensen (1986). Ceci pourrait s'expliquer par le fait que tous les projets futurs ne sont pas facilement identifiables, et l'information sur le ratio pertinent d'évaluation futur (coût de capital pertinent) n'est pas également disponible. Ainsi, plusieurs approximations ont été faites dans la mesure de cette variable.

Le *free cash flow* d'une entreprise est le *cash flow* total après impôts et qui revient aux investisseurs financiers, ses créanciers comme ses actionnaires. C'est le *cash flow* qui devrait revenir à ses actionnaires si l'entreprise n'avait pas de dettes. En général, le *cash flow* non distribué est égal à :

CF non distribué = (Résultat d'exploitation[10] moins impôts corrigés) – investissement net

= (Résultat d'exploitation moins impôts corrigés + amortissement) -

(Investissement net + amortissement)

= Cash flow brut - Investissement brut

Cette mesure est critiquable vu qu'elle ne tient pas compte des éléments financiers et exceptionnels qui ont une incidence sur la trésorerie de l'entreprise.

En plus, le *cash flow* non distribué peut être calculé à partir de l'excédent brut d'exploitation (*EBE*) ou à partir du résultat net.

- ✓ **A partir de l'excédent brut d'exploitation *(EBE)***

Il se calcule ainsi :

Excédent brut d'exploitation

- Impôt sur le résultat d'exploitation

- Variation du besoin en fonds de roulement[11]

[10] Le résultat d'exploitation est le solde entre les produits d'exploitation, et les charges (coûts des ventes, frais administratifs et commerciaux…). Ce résultat est donc mesuré avant éléments financiers, charges exceptionnelles et impôt sur les bénéfices. Il ne prend en compte que des charges, des consommations externes, des achats, ou les frais de personnel…

[11] Le besoin en fonds de roulement résulte des décalages temporels entre les décaissements et les encaissements des flux liés à l'activité de production de l'entreprise.
BFR = Emplois d'exploitation (stocks + créances) - Ressources d'exploitation (dettes financières à moins d'un an + dettes d'exploitation).
ou d'un point de vue comptable :
BFR = actif circulant - passif circulant
Dans le cas où les emplois d'exploitation de l'entreprise sont supérieurs aux ressources d'exploitation, l'entreprise doit donc financer ces besoins à court terme soit à l'aide de son excédent de ressources à long terme (Fond de roulement), soit à l'aide de ressources financières complémentaires à court terme (concours bancaires).

- Investissements nets des désinvestissements

= Cash flow non distribué

L'excédent brut d'exploitation correspond à l'excédent dégagé par les activités d'exploitation une fois la main-d'oeuvre rémunérée. Il correspond à la valeur ajoutée au coût des facteurs, diminuée des dépenses de personnel. C'est le solde dont dispose l'entreprise pour rémunérer les pourvoyeurs de fonds propres et de fonds d'emprunt, payer ses impôts et, le cas échéant financer une partie ou la totalité de ses investissements.

Pour neutraliser les produits encaissables non encore encaissés et les charges décaissables non encore décaissées qui sont pris en compte dans le calcul de l'excédent brut d'exploitation, il convient de déduire la variation du besoin en fonds de roulement. Par ailleurs, les investissements (nets des cessions) qui ne sont pas pris en compte dans le calcul de l'excédent brut d'exploitation et qui constituent des décaissements doivent être déduits pour obtenir le *free cash flow*. En outre, l'impôt à payer constitue un décaissement.

Toutefois, il faut préciser que l'excédent brut d'exploitation ne comprend pas les produits et les charges comptabilisées comme financières ou extraordinaires dans les comptes de l'entreprise.

- ✓ **A partir du résultat net**

Pour calculer le *free cash flow* d'une autre manière, nous commençons par le revenu net et ajoutant les charges d'amortissement et de dépréciation. Faire, ensuite, un ajustement additionnel pour les variations en fond de roulement, qui ce fait en soustrayant les passifs courants des actifs courants. Nous retranchons après les dépenses en capital, ou la dépense sur les usines et les équipements :

Une variation négative du besoin en fond de roulement traduit une diminution du besoin en fonds de roulement, situation a priori favorable. Si positive, elle traduit une augmentation du besoin en fonds de roulement, situation a priori défavorable.

Résultat net

+ Dotations nettes aux amortissements et aux provisions sur actifs immobilisés

- variation du besoin en fonds de roulement

- dépenses en capital[12]

= Cash flow non distribué

L'addition des dotations aux amortissements et aux provisions se justifie par le fait qu'elles réduisent le résultat sans pour autant réduire la trésorerie. Ainsi, les dotations sont réintégrées pour les neutraliser.

D'une manière générale, la plupart des études portant sur la notion du *free cash flow* (Lang et *al*., 1991 ; Agarwal et Jayaraman, 1994 ; Gul et Tsui, 1998 ; Gul et Jaggi, 1999 ; Gul, 2001) adoptent la mesure du *cash flow* non distribué calculée par Lehn et Poulsen (1989) comme suit :

$$CF = INC - TAX - INTEXP - PFDDIV - COMDIV$$

Où CF : le *cash flow* non distribué

INC : le résultat d'exploitation avant dépréciation ;

TAX : total des taxes sur le résultat moins le changement dans les taxes différées de l'année précédente à l'année courante ;

INTEXP : dépenses d'intérêt sur les dettes de court et de long terme ;

[12] Les dépenses en capital *(Capital expenditure)* représentent les sommes déboursées pour la rénovation ou l'extension de l'actif existant afin d'accroître sa valeur et sa durée de vie. Ces dépenses comprennent :

- Les compléments et extensions de matériel et équipement ;
- Les investissements en machinerie, équipement, brevets ;
- Les investissements en actions ;
- Les investissements financiers.

Les dépenses en capital sont différentes des charges relatives à la réparation ou au maintien des actifs. Les dépenses en capital concernent des investissements à plus d'une année et sont généralement dépréciées ou amorties.

PFDDIV : le montant total des dividendes sur les actions privilégiées cumulatives et les dividendes sur les actions privilégiées non cumulatives[13] ;

COMDIV : le montant total des dividendes sur les actions ordinaires[14].

Le *cash flow* ainsi calculé est standardisé par un critère de taille de l'entreprise. Afin de neutraliser l'effet taille des entreprises, le *cash flow* en excès est exprimé sous forme d'un ratio : il est rapporté à la valeur comptable des actifs. En effet, un même dollar de cash a des implications différentes pour des entreprises de tailles différentes.

A cette mesure de *cash flow*, nous faisons deux objections. La première tient au fait que les éléments exceptionnels, susceptibles d'être investis à mauvais escient ne sont pas pris en compte. La deuxième objection porte sur le retranchement des dividendes alors que la distribution des dividendes est l'une des affectations possibles du *free cash flow*.

L'existence du *free cash flow* tout court ne traduit pas que l'entreprise s'expose à des conflits d'agence. Les coûts d'agence de *free cash flow* ne se produisent que dans les entreprises à faibles opportunités de croissance.

II. MESURES DES OPPORTUNITÉS DE CROISSANCE

Myers (1977) définie la firme comme une combinaison des actifs en place et des opportunités de croissance. Lorsque l'entreprise possède d'importantes perspectives de croissance par rapport à sa valeur, ses actifs en place sont moindres. Dans ce cas, la valeur de l'entreprise dépend des dépenses discrétionnaires[15] engagées par les dirigeants. Ces dépenses incluent l'introduction de nouveaux produits, l'acquisition d'autres entreprises et la

[13] Une action privilégiée à dividende non cumulatif *(non-cumulative preferred)* est une action privilégiée dont les détenteurs doivent renoncer à des paiements des dividendes quand l'entreprise manque un paiement des dividendes.

[14] L'action ordinaire *(common stock)* est un titre représentatif d'une part de propriété dans une entreprise et qui donne un droit de vote. L'actionnaire ordinaire peut recevoir un dividende mais seulement après versement du dividende aux actionnaires privilégiées. L'actionnaire ordinaire est le dernier à recevoir sa part de l'actif de l'entreprise en cas de liquidation, il prend rang après les créanciers, les détenteurs de titres d'emprunt et les actionnaires privilégiés.

[15] Selon Jensen et Meckling (1976), le dirigeant a tendance à s'approprier une partie des ressources de l'entreprise sous forme de privilèges pour sa propre consommation : il s'agit des dépenses discrétionnaires.

maintenance et le remplacement des actifs existants (Mason et Merton, 1985 ; Gaver et Gaver, 1993).

Généralement, les opportunités de croissance sont exprimées par ceux (*Investment Opportunity Set (IOS)*) disponibles à l'entreprise. La mesure des opportunités de croissance a fait l'objet de plusieurs débats dans la littérature. Différentes mesures alternatives existent (Smith et Watts, 1992 ; Gaver et Gaver, 1993 ; Skinner, 1993 ; mais aussi Gul et Tsui, 1998 pour une application à la problématique de *free cash flow*), dont les principales sont le taux d'actifs en place dans l'entreprise, le taux de croissance du chiffre d'affaires, les dépenses d'investissement ou de Recherche et Développement (*R&D*), *Earning price ratio* (*EP*) et le Q de Tobin.

Smith et Watts (1992) mesurent l'ensemble des opportunités de croissance par le rapport entre la valeur comptable des actifs et la valeur de marché de l'entreprise (A/V). Plus ce ratio (A/V) est élevé, plus sera faible l'ensemble des opportunités de croissance. En effet, un ratio élevé signifie que les actifs en place représentent une part importante de la valeur de l'entreprise que ses perspectives de croissance. Toutefois, cette mesure est critiquable dans la mesure où l'appréciation des opportunités de croissance est biaisée en retenant la valeur comptable. Ceci ce justifie par le fait que le ratio calculé est une fonction décroissante de l'ancienneté des équipements. En revanche, une entreprise dont le matériel est ancien n'a pas forcément des perspectives de croissance.

Les opportunités d'investissement sont liées aux dépenses en recherche et développement (*R&D*), ces dernières peuvent en constituer une mesure approximative. Dans ce sens, Nance et *al*. (1993), Géczy et *al*. (1997) et Allayannis et Ofek (1998) utilisent le ratio des dépenses de R&D sur la valeur comptable de l'actif, comme une mesure des opportunités de croissance d'une entreprise. L'objection que nous émettons à l'encontre de cette mesure des opportunités de croissance réside dans le fait que l'entreprise peut réaliser des dépenses importantes en *R&D* sans pour autant réaliser des projets rentables.

En outre, plusieurs études (Kester, 1984 ; Chung et Chaeoenwong, 1991 ; Smith et Watts, 1992) utilisent le *Earning price ratio* (EP)[16], comme mesure de l'ensemble des opportunités de croissance. Pour Chung et Chaeoenwong (1991), la valeur des actions de l'entreprise est la somme de la capitalisation des résultats générés par les actifs en place et de la valeur actuelle nette des opportunités de croissance. Ils montrent que plus le EP est élevé, plus la part de la valeur de l'action due aux opportunités de croissance est faible. Chung et Chaeoenwong (1991) utilisent le *Earnings price ratio*, comme mesure de l'ensemble des opportunités de croissance plutôt que le *Price earnings ratio* (mesure utilisée par Andrés et *al*., 2005) en vue de réduire la distorsion possible dans le cas où l'entreprise dégage un déclin temporaire dans les bénéfices, proche de zéro ou négatif. Les auteurs utilisent aussi le taux de croissance des ventes comme mesure appropriée des opportunités de croissance de l'entreprise (Jensen et *al*., 1992 ; Agrawal et Jayaraman, 1994 ; Johnson, 1995). Cette mesure est plus adéquate que les autres mesures évoquées ci-haut, étant donné qu'elle est moins dépendante des pratiques comptables et des mauvaises évaluations du marché.

Une manière alternative de mesurer les opportunités d'investissement d'une entreprise est de considérer la création de valeur telle que la perçoit le marché. En effet, sous hypothèse d'efficience des marchés, la valeur des titres reflète les anticipations du marché sur la capacité d'une entreprise à générer de la valeur. Ainsi, le Q de Tobin, défini comme le rapport de la valeur de marché d'une entreprise à la valeur de remplacement de ses actifs, est souvent utilisé comme mesure des opportunités d'investissement d'une entreprise. Un Q moyen supérieur à l'unité est alors le signe que l'entreprise a des opportunités d'investissement rentables et un niveau d'investissement qui maximise sa valeur. Inversement, un Q de Tobin inférieur à 1 est une condition suffisante pour qu'une entreprise soit en situation de surinvestissement. Toutefois, le calcul de Q de Tobin nécessite l'obtention d'informations spécifiques comme la valeur de marché de la dette et la valeur de remplacement de l'actif, qui sont difficiles à évaluer. C'est pourquoi la plupart des études retiennent la mesure suivante : la valeur de marché de l'entreprise (somme de sa capitalisation boursière[17] et de la valeur comptable des dettes) rapportée à la valeur comptable de ses actifs.

[16] Le *Earnings Price ratio* (EP) est le rapport entre le bénéfice par action et le cours de l'action.
[17] La capitalisation boursière est égale à la somme des quantités de chaque catégorie de titres de propriété (actions ordinaires, actions à dividende prioritaire, certificats d'investissement) multiplié par le cours du dit titre.

Une critique de cette mesure tient aux modalités d'enregistrement comptable des actifs incorporels. En effet, toutes choses égales par ailleurs, deux entreprises effectuant les mêmes dépenses en recherche et développement, valorisées de manière identique par le marché, n'auront pas le même Q de Tobin si l'une active ces dépenses et l'autre non. En effet, l'entreprise activant les dépenses a un actif comptable plus lourd et donc un Q plus faible. Ces différences peuvent poser un problème dans la mesure où un biais lié à des réglementations et pratiques comptables différentes en matière de valorisation comptable de l'incorporel peut exister.

Plus récemment, plusieurs auteurs recourent à une mesure composée de l'ensemble des opportunités de croissance. Ce choix se justifie par le fait que les mesures individuelles de croissance ne sont pas capables d'accaparer en intégralité les opportunités de croissance d'une entreprise. Dans ce sens, Skinner (1993) développe un indice de l'ensemble des opportunités de croissance en conduisant une analyse factorielle sur les quatre variables suivantes : PPE / valeur de marché[18], R&D / Ventes, Q de Tobin et le bêta des actifs (risque des actifs de l'entreprise). Afin d'éviter la dépendance des résultats à la mesure choisie des opportunités de croissance, Skinner vérifie les résultats de son étude en utilisant les quatre mesures susmentionnées.

De même, Gaver et Gaver (1993) créent un facteur « des opportunités de croissance ». Ce facteur a été construit par une analyse factorielle à partir de six variables d'opportunités de croissance. Ces variables sont : les ratios (1) valeur de marché rapportée à la valeur comptable des actifs, (2) la valeur de marché des capitaux propres rapportée à la valeur comptable des capitaux propres, (3) R&D / valeur comptable des actifs, (4) résultat net / valeur de marché des capitaux propres (5) la variance du taux de la rentabilité de l'entreprise et (6) le montant annuel des fonds destinés à l'investissement.

Pour une application à la problématique de *free cash flow*, Gul et Jaggi (1999) conduisent également une analyse factorielle pour mesurer l'ensemble des opportunités de croissance. Cette analyse porte sur les six mesures suivantes : (1) le ratio de la valeur de marché des actifs rapportée à leur valeur comptable (MKTBKASS), (2) le ratio de la valeur de marché des capitaux propres rapportée à leur valeur comptable (MKTBKEQ), (3)

[18] PPE /valeur du marché = valeur des immobilisations corporelles divisé par la valeur de marché de l'entreprise.

Recherche et développement (R&D) / valeur comptable des actifs, (4) *Earnings Price Ratio* (EP), (5) les dépenses de publicité (ADV) et (6) le résultat d'exploitation (OPE).

Après avoir examiné les deux déterminants du risque du *free cash flow* d'une entreprise, à savoir les *cash flows* présents dans l'entreprise et ses opportunités de croissance, nous allons présenter, dans ce qui suit, la définition et la mesure du *free cash flow* développées par Richardson (2006). L'attention accordée à cette étude réside au faite que l'auteur a construit une nouvelle méthode de calcul qui diffère de celles présentées par les autres études antérieures.

III. DEFINITION ET MESURE DU *FREE CASH FLOW* PAR RICHARDSON (2006)

Richardson (2006) développe une nouvelle mesure du *free cash flow* qui correspond plus étroitement à la définition de Jensen (1986). Il défini le *free cash flow* comme étant le *cash flow* au-delà de ce qui est nécessaire pour financer les projets à VAN positive. Le *free cash flow* est alors le *cash flow* au-delà de ce qui est nécessaire pour maintenir les actifs en place et pour financer les nouvelles politiques d'investissement optimales.

Pour mesurer le *free cash flow*, Richardson (2006) a identifié trois composantes. D'abord, il est nécessaire de mesurer le *cash flow* généré par les actifs en place. En second lieu, il est nécessaire d'estimer les dépenses d'investissement nécessaires pour maintenir les actifs en place. Troisièmement, il est également nécessaire d'estimer les dépenses d'investissement dans les nouveaux projets optimaux. De ce fait, la détermination de ces trois mesures permet d'estimer simultanément le *free cash flow* et le surinvestissement.

Premièrement, Richardson (2006) mesure la dépense d'investissement totale, I_{TOTAL} par la somme des dépenses d'investissement, des acquisitions et des dépenses en recherche et développement tout en retranchant les recettes générées par la vente du matériel, usine et équipement. Le total des dépenses d'investissement peut être décomposé en deux composantes : (1) les dépenses d'investissement requises pour maintenir les actifs en place, $I_{MAINTENANCE}$ et (2) les dépenses d'investissement dans les nouveaux projets, I_{NEW} (Strong et Meyer, 1990).

Pour mesurer la première composante, l'auteur utilise le montant d'amortissement et de dépréciation. Bien que ces derniers ne soient pas explicitement inclus dans la dépense totale d'investissement, Richardson (2006) les considèrent comme une partie de la dépense totale d'investissement qui est nécessaire pour maintenir les actifs en place.

A son tour, la deuxième composante (c'est à dire les dépenses d'investissement dans les nouveaux projets I_{New}) est décomposé en deux : les dépenses d'investissement optimales dans les nouveaux projets à valeurs actuelles positives (I^*_{New}) et les dépenses d'investissement dans les projets sous optimaux (surinvestissement), I^{ε}_{New}.

D'après ce qui précède, la dépense d'investissement totale peut être décomposée comme suit :

Total des dépenses d'investissement	=	Investissement pour maintenir les actifs en place	+	Investissement dans les nouveaux projets

Total des dépenses d'investissement	=	Investissement pour maintenir les actifs en place	+	Investissement optimal dans les nouveaux projets	+	Surinvestissement dans les nouveaux projets

$$I_{Total,\,t} = I_{Maintenance,\,t} + I_{New,\,t}$$

$$I_{New,\,t} = I^*_{New,\,t} \quad I^{\varepsilon}_{New,\,t}$$

Par ailleurs, la dépense d'investissement optimale est une fonction croissante des opportunités de croissance. Richardson (2006) l'estime à travers la régression suivante :

$$I_{New,\,t} = \alpha + \beta_1 V_{GO,\,t-1} + \varepsilon_t$$

La valeur ajustée de la régression précédente est l'estimateur de dépenses d'investissement optimales dans les nouveaux projets, I^*_{New}. La partie non expliquée (ou résidus) est l'estimateur de surinvestissement, I^{ε}_{New}.

$$I_{New,t} = \underbrace{\hat{\alpha} + \hat{\beta}\, V_{GO,t-1}}_{I^*_{New,t}} + I^{\varepsilon}_{New,t}$$

Rappelons que le *free cash flow* est le *cash flow* au-delà de ce qui est nécessaire pour maintenir les actifs en place et pour financer les nouvelles politiques d'investissement optimales. Jusqu'ici, l'auteur décrit seulement la dernière composante, les dépenses d'investissement optimales dans les nouveaux projets, I^*_{New}.

Pour obtenir un estimateur du *cash flow* au-delà de ce qui est nécessaire pour maintenir les actifs en place, l'auteur ajoute à la mesure du flux de trésorerie d'exploitation, les dépenses en recherche et de développement et retranche ensuite les dépenses d'investissement requises pour maintenir les actifs en place ($I_{Maintenance,\ t}$ déjà calculé). Les normes comptables obligent les entreprises de considérer les dépenses en Recherche et Développement entant que charges. Cependant, les économistes les considèrent comme des dépenses discrétionnaires, d'où leur addition au flux de trésorerie d'exploitation. Par ailleurs, Richardson (2006) retranche les dépenses d'investissement requises pour maintenir les actifs en place et montre que ces dépenses ne sont pas une utilisation discrétionnaire de fonds.

L'estimateur du *cash flow* au delà de ce qui est nécessaire pour maintenir les actifs en place (surplus de cash généré par les actifs en place), SC_{AIP} , est donc le flux de trésorerie d'exploitation moins $I_{MAINTENANCE}$ plus les dépenses en Recherche et Développement (R&D).

$$SC_{AIP} = \textit{flux de trésorerie d'exploitation} - I_{Maintenance} + R\&D$$

Ainsi, le *free cash flow*, *FCF,* se calcule comme suit :

$$\boldsymbol{FCF = SC_{AIP} - I^*_{New}}$$

Donc, l'estimation des dépenses d'investissement dans les nouveaux projets optimaux a permis la détermination jointe du *free cash flow* et de la situation de surinvestissement. En effet, le surinvestissement est d'autant plus élevé que le surplus de cash généré par les actifs en place excède les dépenses d'investissement dans les nouveaux projets optimaux.

Cependant, le *free cash flow* peut ne pas être surinvesti. Il est possible qu'il soit affecté pour rémunérer les partenaires externes de l'entreprise.

De ce fait, nous présentons dans la section suivante les affectations possibles du *free cash flow*. Si le *free cash flow* est affecté aux actionnaires (distribution de dividendes, rachats d'actions) ou aux créanciers, il n'y a pas de problème d'agence de *free cash flow*. Certes, lorsque les dirigeants affectent le *free cash flow* dans des projets non rentables (surinvestissement), la situation financière de l'entreprise va se dégrader. Une telle situation mènera les dirigeants à pratiquer une gestion agressive des résultats rendant indispensable l'intervention des mécanismes de gouvernance pour limiter les manipulations comptables.

Section 2 : Les utilisations possibles du free cash flow

L'affectation du *free cash flow* est au cœur de la problématique des relations d'agence et de la création de valeur actionnariale. La théorie avancée par Jensen (1986) stipule qu'il existe une source de conflits entre les actionnaires et les dirigeants liée à la présence de *free cash flow* élevé dans les entreprises à faibles opportunités de croissance. Le risque réside dans la gestion inefficace de cette ressource qui se traduit par une situation de surinvestissement.

Le surinvestissement du *free cash flow* dans des projets non rentables accroît la taille de l'entreprise au delà de sa taille optimale. Les dirigeants sont incités à faire ainsi pour plusieurs raisons. D'une part, l'accroissement de la taille de l'entreprise permet d'augmenter les ressources sous le contrôle des dirigeants et, *ipso facto*, leur pouvoir discrétionnaire et leur prestige (Mueller, 1969 ; Charreaux, 1997 ; Paquerot, 1997). D'autre part, le niveau de leur rémunération personnelle accroît dans la mesure où les hausses de rémunération sont liées à celles du chiffre d'affaires et à la croissance de l'entreprise (Murphy, 1985 ; Schmidt et Fowler, 1990 ; Lambert et *al*., 1991).

Pour réduire le risque de surinvestissement, Stulz (1990) analyse de manière comparative les deux stratégies suivantes qui peuvent être adoptées par les actionnaires. La première consiste à imposer aux dirigeants le versement du *free cash flow* sous forme de dividendes ou de super-dividendes. La deuxième stratégie consiste à choisir une structure

financière qui minimise tout risque de *free cash flow*. En effet, le recours à l'endettement réduit, à travers les flux de remboursement futur, le gaspillage des fonds excédentaires.

L'endettement limite ainsi, grâce aux flux de remboursement futurs, les ressources discrétionnaires des dirigeants et donc le risque de surinvestissement. Il est optimal de recourir à l'endettement si le coût fiscal du dividende par unité d'argent distribué est supérieur au gain marginal net de la dette. Le dividende sera souvent préféré à l'endettement si le coût de surinvestissement est très élevé. La raison est que l'endettement laisse une discrétion résiduelle aux dirigeants, puisque le niveau d'endettement optimal n'est déterminé que sur la base de l'espérance des ressources oisives. Par conséquent, *ex-post*, le montant des ressources discrétionnaires peut se révéler supérieur à sa valeur espérée. En revanche, le dividende élimine tout risque de *free cash flow* puisqu'il porte sur la valeur observée du *free cash flow*.

Une autre solution au phénomène du *free cash flow* existe cependant. Elle consiste à faire de la relution (rachat d'actions) à l'entreprise, ce qui revient à distribuer les liquidités aux actionnaires en l'absence de projets suffisamment rémunérateurs. Selon Morin (1998), par la mise en œuvre de tels mécanismes, les actionnaires peuvent maîtriser la circulation des flux de liquidités auparavant gérés en interne par la direction.

Dans ce cadre, Richardson (2006) classe les utilisations possibles du *free cash flow* en six catégories : (1) le surinvestissement, I^{ε} *New*; (2) les paiements nets aux actionnaires, Δ *Equity*; (3) les paiements nets du principal aux créanciers, Δ *Debt*; (4) les changements nets des actifs financiers, Δ *Financial Assets*; (5) les autres investissements, *Others Investments* et (6) les *cash flows* divers, *Other*. Ce classement se présente par l'identité suivante[19] :

$$FCF_t = I^{\varepsilon}\,New,_t + \Delta\,Equity,_t + \Delta\,Debt,_t + \Delta\,Financial\ Assets,_t + Others\ Investments,_t + Other_t$$

En plus, la décomposition de chaque dollar additionnel de *free cash flow* est illustrée à travers la figure suivante :

[19] Les deux catégories finales englobent les divers items qui ont une signification économique faible.

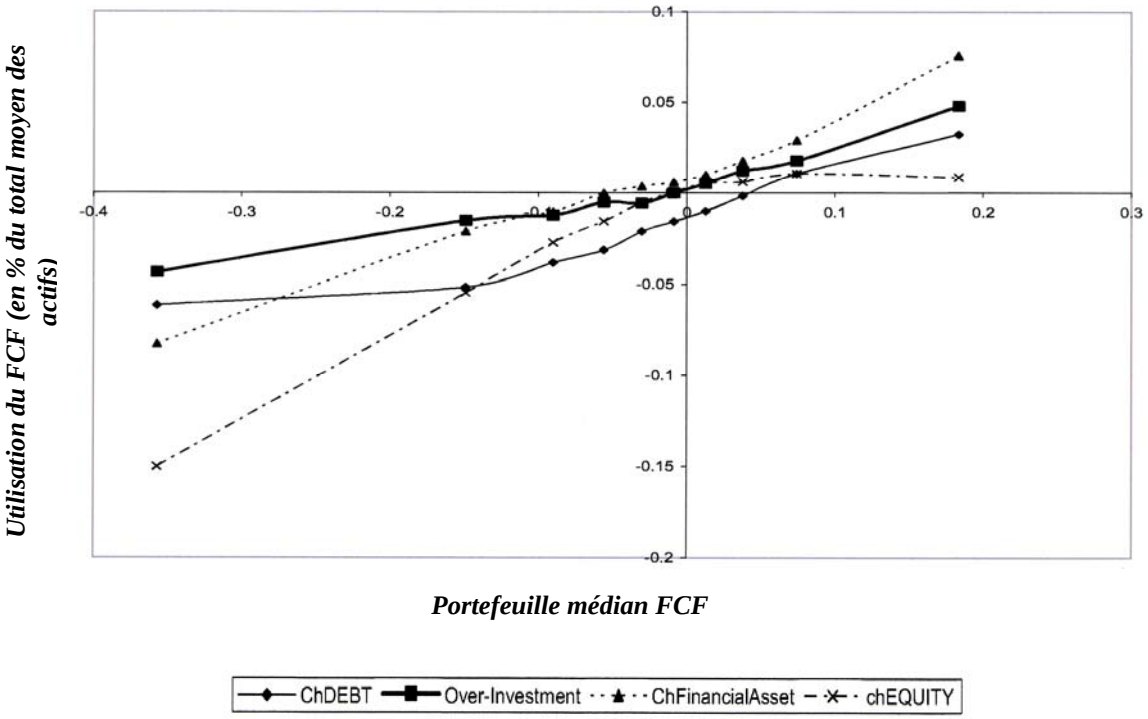

Figure 1 : Les utilisations du *free cash flow* (source : Richardson (2006), p 42)

Ce graphique présente les principales utilisations possibles du *free cash flow* : le surinvestissement, les paiements nets aux créanciers, les paiements nets aux actionnaires et les changements dans les actifs financiers. Dix portefeuilles classés égales sont formés en se basant sur l'amplitude du *free cash flow*. « Le portefeuille médian *free cash flow* » sur l'axe horizontal représente le *free cash flow* médiane de chaque portefeuille. Les valeurs médianes de surinvestissement, des paiements nets aux créanciers, des paiements nets aux actionnaires et des changements dans les actifs financiers sont tracées en fonction du *free cash flow* médiane de chaque portefeuille.

Nous constatons à travers ce graphique que les deux utilisations principales de *free cash flow* sont le surinvestissement et sa rétention sous forme d'actifs financiers. Par conséquent, nous pouvons dire que les dirigeants préfèrent conserver le *free cash flow* au lieu de le distribuer aux « *stakeholders* » de l'entreprise.

En outre, Richardson (2006) trouve que chaque dollar de *free cash flow* est utilisé comme suit : 27% sont surinvestis, 38% sont maintenus sous forme d'actifs financiers, 22% sont payés aux créanciers, 4% sont payés aux actionnaires, et les 9% restants regroupent les

autres catégories. Ainsi, cette décomposition témoigne que le *free cash flow* est peu orienté aux créanciers ou aux actionnaires de l'entreprise.

Richardson (2006) ajoute la rétention du *free cash flow* sous forme d'actifs financiers comme une autre option à la disposition des dirigeants pour affecter le *free cash flow*. Le *free cash flow* retenu est une fonction des caractéristiques des entreprises telle que la variabilité du *cash flow* et la capacité d'accès au marché de capitaux (Harford, 1999). Les entreprises dont la volatilité du *cash flow* est élevée désirent garder le cash pour les périodes où le *cash flow* est faible, et les entreprises qui trouvent plus de difficultés à obtenir des fonds externes cherchent à tenir de larges quantités de cash (Opler et *al*., 1999). Toutefois, il est possible que le *free cash flow* retenu soit surinvesti dans les périodes futures (DeAngelo et *al*., 2000).

Dans la mesure où notre recherche cherche à étudier la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats, notre attention est accordée, dans cette section, aux différents alternatifs possibles d'utilisation du *free cash flow*. En effet, en cas de surinvestissement du *free cash flow*, les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour dissimuler la mauvaise performance des politiques d'investissement sous optimales. Toutefois, cette attitude ne se pose pas s'il y a une distribution de fonds aux créanciers ou aux actionnaires de l'entreprise.

I. DISTRIBUTION DU *FREE CASH FLOW* AUX ACTIONNAIRES DE L'ENTREPRISE

1. Distribution des dividendes et free cash flow

La distribution des dividendes est une décision financière complexe et controversée étant donné que les raisons qui motivent cette décision ne sont pas évidentes.

En se referant à l'hypothèse du *free cash flow* de Jensen (1986), Lang et Litzenberger (1989) affirment que l'entreprise a intérêt à augmenter son niveau des dividendes afin de protéger les actionnaires contre une mauvaise allocation des fonds discrétionnaires par les dirigeants. Ainsi, la distribution des dividendes réduit le recours des dirigeants aux manipulations opportunistes des résultats.

Les arguments de la théorie de l'agence ont nettement contribué à l'explication de la politique de dividendes des entreprises. Le rôle des dividendes consiste à mieux protéger les intérêts des actionnaires en amenant l'entreprise à épuiser d'éventuels excédents de trésorerie et de se soumettre constamment à la discipline du marché financier. Ainsi, les dividendes jouent un rôle central pour limiter les risques d'expropriation des outsiders par les *insiders*, puisqu'ils assurent une répartition des flux proportionnelle à la participation des actionnaires aux capitaux propres de l'entreprise. Dans la mesure où le versement de dividendes constitue une alternative qui limite les fonds à la disposition des dirigeants, nous pouvons nous attendre à une influence négative du niveau de dividendes sur le risque de *free cash flow*. Nous essayerons, dans ce passage, de faire le point sur le rôle des dividendes dans la réduction de ce risque et sur les recherches empiriques réalisées sur ce sujet.

Easterbrook (1984) souligne que les entreprises distribuent les dividendes pour réduire les coûts d'agence entre actionnaires et dirigeants. En effet, le paiement des dividendes réduit les fonds discrétionnaires disponibles aux dirigeants et aide à atténuer le conflit dirigeants-actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Easterbrook, 1984 ; Crutchley et Hansen, 1989). Cependant, un autre problème d'agence associé à la politique de dividende se rapporte au conflit entre actionnaires et créanciers. En effet, le paiement des dividendes peut constituer un moyen potentiel de transfert de richesses des créanciers vers les actionnaires sous forme de paiement excessifs de dividendes ou par financement des dividendes par la dette. Dans les deux cas, la valeur des obligations sera révisée à la baisse et la valeur des actions augmentera. D'ailleurs, les créanciers essayent de maîtriser ce problème en rédigeant des contrats obligataires assortis de clauses restrictives aux paiements de dividendes (Smith et Warner, 1979 ; Kalay, 1982).

Selon Rozeff (1982), plus la dispersion du capital de l'entreprise est grande, plus la surveillance du dirigeant est difficile. Il constate en effet que les dividendes attribués sont d'autant plus élevés que la part du capital de l'entreprise détenue par les dirigeants est faible et que le nombre des actionnaires est élevé. Rozeff conclut à l'utilité des dividendes comme moyen efficace de réduire les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants.

Dans un pays émergeant, Mollah et *al*. (2000) soutiennent que la distribution de dividendes réduit les coûts d'agence liés au *free cash flow*. Une entreprise disposant de *free*

cash flow distribue plus de dividendes pour réduire les coûts d'agence. Les auteurs trouvent une relation positive mais non statistiquement significative entre le *free cash flow* et le taux de distribution de dividendes[20]. Ce résultat soutient l'hypothèse de *free cash flow* de Jensen (1986) : les entreprises qui disposent de *free cash flow* peuvent soit payer des dividendes, soit rembourser la dette, afin de réduire les coûts d'agence de *free cash flow*. Cependant, la principale critique adressée à cette étude réside dans la mesure utilisée du *free cash flow*. Cette mesure est égale au (résultat net - dividendes + dépréciation) standardisée par le total des actifs. L'objection porte sur le retranchement des dividendes alors que la distribution des dividendes est l'une des affectations possibles du *free cash flow*.

Dans le même ordre d'idée, Njiokou (1994) étudie l'incidence du risque du *free cash flow* sur la structure financière et sur le niveau de dividendes de l'entreprise. Son échantillon comporte 754 entreprises françaises, américaines, canadiennes, britanniques et allemandes étudiées sur la période 1988-1992. La comparaison du taux de rendement moyen sur la période observée des entreprises à fort risque du *free cash flow* (faible Q et *cash flow* élevé)[21] à celui des entreprises à faible risque du *free cash flow* (fort Q et *cash flow* faible) montre une différence statistiquement significative dans le sens prévu par la théorie du *free cash flow* : les entreprises à fort risque du *free cash flow* présentent un taux de rendement plus élevé. Ces résultats sont aussi, vérifiés plus récemment, par Gugler (2003) qui trouve, dans un contexte australien, que les entreprises ayant des opportunités de croissance faibles ont des ratios de paiement de dividendes élevés.

Plusieurs recherches ont adopté la méthodologie des études événementielles[22], l'idée est de mesurer les réactions des marchés à l'annonce de variations significatives du dividende et d'expliquer ces éventuelles réactions en fonction des caractéristiques des entreprises concernées.

[20] Le taux de distribution de dividendes est calculé comme suit : le rapport entre les dividendes annuels et le résultat d'exploitation. Le free cash flow est le rapport entre le résultat net majoré des dividendes minoré de la dépréciation et le total des actifs.

[21] Ce sont les médianes qui ont été retenues pour classifier l'échantillon, le cash flow est le rapport entre le résultat net majoré des dotations, minoré des investissements et la valeur comptable des actifs.

[22] La méthodologie suivie pour apprécier la réaction des actions à l'annonce des dividendes est celle des études événementielles. Si les marchés financiers sont efficients, le cours de l'action observé le jour de l'annonce du dividende intègre immédiatement l'information diffusée ce jour-là. La rentabilité anormale du titre est égale à la différence entre sa rentabilité observée et sa rentabilité attendue sans événement.

Selon l'argument de Jensen (1986), les investisseurs apprécient les dividendes d'autant plus que l'entreprise est en situation de surinvestissement. En effet, dans une situation où il y a risque de surinvestissement, la hausse des dividendes va, toutes choses égales par ailleurs, limiter les fonds disponibles à la discrétion des dirigeants et, par conséquent, faire croître la valeur de l'entreprise. De la même manière, une baisse de dividende sera perçue comme une occasion d'accroître les risques de surinvestissement et devrait entraîner une chute du cours boursier.

Dans ce cadre, Lang et Litzenberger (1989) mesurent, sur le marché américain, les réactions des cours imputables à l'annonce de dividendes selon que l'entreprise est en situation de surinvestissement ou non. Leurs résultats montrent que l'annonce d'une augmentation du dividende entraîne une réaction positive du marché significativement plus importante pour les entreprises en situation de surinvestissement. En revanche, l'annonce d'une diminution du dividende n'entraîne une baisse des cours que si l'entreprise est en situation de surinvestissement.

Dans la mesure où la réaction des cours boursiers n'est systématique qu'en situation de surinvestissement, il semble que le signal véhiculé par la distribution des dividendes ne concerne pas tant les perspectives d'avenir de l'entreprise que la volonté des dirigeants de réduire (ou de ne pas réduire) les excédents de trésorerie dont ils disposent et qu'ils tendent à investir à mauvais escient.

L'étude de Calvi-Reveyron (1999) confirme ces résultats sur le marché français. Elle montre en effet, que l'annonce de hausses ou de baisses du dividende n'entraîne des mouvements (dans le même sens) significatifs des cours que lorsque l'entreprise dispose de faibles opportunités de croissance ou qu'elle dispose de forts excédents de trésorerie, autrement dit qu'elle présente un risque élevé de surinvestissement.

Dans le même courant d'investigation, Howe et *al*. (1992) utilisent la méthodologie adoptée par Lang et Litzenberger pour distinguer les entreprises en surinvestissement de celles maximisant leur valeur, le Q de Tobin étant le critère de distinction. Toutefois, leur étude diffère des précédents dans la mesure où ils étudient la réaction des cours des actions à des annonces « exceptionnelles » de dividendes, à savoir les offres de rachat d'actions par

l'entreprise et les dividendes occasionnels (*« Specially Designated Dividend » (SDD))*. Les rentabilités anormales moyennes cumulées sur deux jours autour de l'événement des deux groupes d'entreprises (Q > 1 et Q < 1) ne présentent pas de différences statistiquement significatives, quelle que soit la nature de l'événement. Il en est de même pour la comparaison des groupes à fort risque de *free cash flow* (Q < 1 et le ratio de fonds discrétionnaires supérieur à la médiane) et à faible risque de *free cash flow* (Q > 1 et le ratio de fonds discrétionnaires inférieur à la médiane). Ces résultats contredirent ceux de Lang et Litzenberger (1989). En outre, l'hypothèse de *free cash flow* n'a pas un pouvoir suffisant pour expliquer les rentabilités anormales à l'annonce de formes exceptionnelles de dividendes.

Considérer comme une forme de distribution au même titre que les dividendes, le rachat d'actions est une alternative possible aux dirigeants pour restituer les fonds excédentaires aux actionnaires. C'est au niveau de la rubrique suivante que nous allons étudier la relation entre le *free cash flow* et les rachats d'actions. En fait, le rachat d'actions réduit le risque de surinvestissement et de ce faite permet de réduire les incitations des dirigeants de recourir à la gestion des résultats pour masquer la mauvaise performance de l'entreprise.

2. Le rachat d'actions et free cash flow

Les entreprises disposent des alternatives pour assurer la rémunération de leurs actionnaires ; elles peuvent utiliser le dividende ou le rachat d'actions (Brealey et Myers, 2000). Depuis une quinzaine d'années aux États-Unis et plus récemment au Canada et dans la plupart des pays européens dont la France, le rachat d'actions est devenu un véritable moyen de distribution de fonds aux actionnaires[23].

Le rachat d'actions est une pratique financière qui consiste en l'achat, par une entreprise, de ses propres titres généralement contre du cash. C'est une opération assez adoptée par les entreprises et largement répondue dans la plus part des places financières, citons en tête le marché français depuis l'assouplissement de la loi française à ce sujet.

[23] La littérature financière fournit d'autres motivations pour lesquelles les entreprises rachètent leurs actions: réajustement de la structure de capital (Bagwell et Shoven, 1988), la défense contre des prises de contrôle (Bagwell, 1991), la signalisation (Dittmar, 2000 ; Gingligner et L'Her, 2006) et l'expropriation des richesses au détriment des obligataires et au profit des actionnaires.

En effectuant un rachat d'actions, le dirigeant accomplit réellement un double objectif : il montre d'abord qu'il n'utilisera pas le *free cash flow* à sa convenance, signalant par-là qu'il est conscient de ses devoirs envers les actionnaires. De plus, il augmente la rentabilité à court terme des actions, enrichissant ainsi ces mêmes actionnaires. La théorie de *free cash flow* prédit à cet égard qu'à l'exception des entreprises qui disposent de projets d'investissement rentables non financés, les cours boursiers vont s'accroître en cas de suppléments de distribution non anticipée ou promesses de distribution tel que l'annonce de programme de rachat d'actions.

Pour Fenn et Liang (1998), la principale motivation derrière les rachats d'actions est la distribution de flux discrétionnaires associée à la réduction des conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires, puisqu'ils permettent le versement de fonds temporaires aux actionnaires sans engagement permanent de l'entreprise.

Le rachat d'actions propres permet donc de discipliner les dirigeants, d'éliminer leurs comportements opportunistes et de réduire l'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires. Il est donc un moyen efficace pour mieux valoriser l'entreprise. L'hypothèse de *free cash flow* prédit une relation positive entre les rachats d'actions et le *free cash flow*.

Richardson (2002) justifie sa réflexion à l'étude des rachats d'actions par plusieurs motifs. D'abord, le rachat d'actions est souvent préféré aux dividendes parce que le rachat est plus avantageux en matière d'impôt que les dividendes pour la plupart des investisseurs. En second lieu, contrairement aux dividendes réguliers, qui implique un engagement de maintenir le paiement sur les périodes futures, le rachat d'actions est perçu *a priori* comme un moyen occasionnel et non permanent de distribuer du cash (Fama et French, 2000 ; Grullon et Michaely, 2002). Par conséquent, les entreprises disposant d'excédents *cash flows*, et qui ne sont pas certains de leurs capacité à générer de *cash flows* similaires sur les périodes futures, devraient racheter leurs actions plutôt que distribuer des dividendes.

Dans ce cadre, Richardson (2002) teste sa première hypothèse qui stipule que la probabilité d'annoncer un plan de rachat d'actions augmente avec l'ampleur du *free cash flow*. Pour ce faire, l'auteur estime la régression logistique suivante :

$$Pr\,(REP = 1_t) = \alpha + \beta_1 FCF_t + \beta_2 FCF_{t-1} + \beta_3 FCF_{t-2} + \beta_4 FCF_{t-3} + \varepsilon_t$$

Où *REP* : est une variable dichotomique égale à 1 en cas d'annonce d'un plan de rachat d'actions dans l'année en cours, et zéro dans le cas contraire.

L'auteur trouve que le *free cash flow* de l'année de l'annonce d'un plan de rachat d'actions et celui de l'année antérieure sont significatifs en expliquant la décision de rachat d'actions. Autrement dit, l'auteur constate que la probabilité d'annoncer un plan de rachat d'actions est plus élevée chez les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow*.

Le rachat d'actions peut se faire sous différentes formes dont l'une est l'offre publique de rachat d'actions « *tender-offer* ». Cette forme représente un engagement crédible pour distribuer le *free cash flow*. Etant donné son caractère public, cette technique de rachat implique en général une procédure assez lourde et ne peut être révoquée une fois lancée. En examinant cette forme particulière de rachat d'actions, Richardson (2002) teste l'hypothèse suivante : A condition d'annoncer un plan de rachat d'actions, la probabilité de choisir une offre publique de rachat d'actions « *tender-offer* » augmente avec l'ampleur du *free cash flow*.

Malgré que l'offre publique de rachat d'actions constitue un engagement plus plausible pour distribuer le *free cash flow*, l'auteur n'a pas pu confirmer son hypothèse. Le *free cash flow* ne semble pas être une cause déterminante de la décision d'annoncer une offre publique de rachat d'actions « *tender- offer* ».

En outre, l'hypothèse de *free cash flow* implique que les entreprises ayant des niveaux élevés de *free cash flow* et qui jouissent de faibles coûts de financement externe, rachètent plus d'actions. En effet, les entreprises qui disposent des niveaux élevés de *free cash flow* supportent un risque plus élevé du surinvestissement. Par conséquent, elles ont intérêt à distribuer le *free cash flow* aux actionnaires et plus spécifiquement sous forme de rachat d'actions. Encore, les entreprises qui jouissent de faibles coûts de financement externe peuvent distribuer plus de cash aux actionnaires. En effet, si ces entreprises devraient faire appel à des fonds externes dans le futur (parce que le *cash flow* est plus faible que ce qui est prévu ou les opportunités d'investissement profitables sont plus élevées que prévues), le financement serait peu coûteux.

Pour vérifier l'hypothèse de *free cash flow*, Fenn et Liang (1998) testent la relation transversale entre les rachats par ramassage en bourse « *open market repurchases* » et certaines données comptables pour un échantillon d'entreprises composé de deux sous échantillons « *celles qui distribuent des dividendes* » et « *celles qui ne distribuent pas de dividendes* » sur une période de douze ans (1984-1995).

Les résultats de régressions soutiennent fortement l'hypothèse de *free cash flow*. Plus exactement, pour les deux sous-échantillons, les coefficients estimés pour chacune des cinq variables utilisées pour vérifier l'hypothèse de *free cash flow* présentent les signes prévus et sont statistiquement significatives. Pour les deux échantillons, le rachat par ramassage en bourse « *open market* » est positivement lié au *cash flow* net d'exploitation (la variable utilisée pour mesurer le *free cash flow*), négativement lié au ratio « *valeur de marché des actifs à la valeur comptable des actifs* »[24] (la variable utilisée pour mesurer les opportunités de croissance), négativement lié à la dette (la variable utilisée pour mesurer les coûts de financement externe), et positivement lié au cash et à la taille de l'entreprise (inverse des variables de substitution des coûts de financement externe)[25].

Pour les deux sous échantillons, les coefficients estimés pour chacune des cinq variables utilisées pour vérifier l'hypothèse de *free cash flow* sont généralement similaires dans leur signe. Cependant, dans certains cas comme celui du rachat d'actions, ils sont nettement plus élevés pour les entreprises qui ne distribuent pas de dividendes. Une explication plausible à ce résultat est que les entreprises qui ne distribuent pas de dividendes utilisent davantage le cash excessif dans le rachat de leurs propres actions.

Encore, Dittmar (2000) montre que les rachats d'actions sont très sensibles au niveau de *free cash flow*. Plus précisément et sur la période 1977-1996, l'auteur trouve un impact positif de la trésorerie excédentaire et du manque des opportunités de croissance sur la décision de rachat ainsi que sur le montant des actions rachetées. De même, Grullon et

[24] La variable utilisée pour mesurer les opportunités de croissance est le ratio *« market-to-book asset»* qui est égal à la valeur du marché des actifs divisée par la valeur comptable des actifs, où la valeur de marché des actifs est égale à la valeur comptable des actifs plus la valeur de marché des capitaux propres moins la valeur comptable des capitaux propres.

[25] Les entreprises les plus grandes supportent généralement moins de coûts d'agence, ce qui entraîne moins de coûts de financement externe (Smith et Warner, 1979). La dette peut être considérée comme une mesure des coûts financiers de détresse et, par conséquent, comme une mesure des coûts de financement externe ; le cash peut être considéré comme ayant un effet opposé à celui de la dette puisqu'il est utilisé pour rembourser la dette.

Michaely (2004) confirment l'hypothèse de *free cash flow* en remarquant que les rachats sont liés à un excès de fonds et à un manque d'opportunités de croissance. Encore, Oswald et Young (2004) constatent que les secteurs d'activité qui sont caractérisés par un niveau de *free cash flow* élevé sont ceux qui rachètent le plus leurs propres actions.

Dans la mesure où les coûts d'agence du *free cash flow* diminuent à travers la distribution de ces fonds excédentaires aux actionnaires (les dividendes et le rachat d'actions), le recours à l'endettement, instrument disciplinaire privilégié par Jensen (1986) mérite aussi d'être traité. A cet égard, l'affectation du *free cash flow* aux créanciers de l'entreprise fera l'objet de la rubrique suivante.

II. AFFECTATION DU *FREE CASH FLOW* AUX CREANCIERS DE L'ENTREPRISE

Plusieurs arguments soutiennent l'idée selon laquelle l'endettement apporte des solutions aux conflits entre actionnaires et dirigeants et peut être, ainsi, un facteur de bonne performance de l'entreprise. Premièrement, en se référant à Jensen et Meckling, les coûts d'agence des capitaux propres sont d'autant plus élevés que la part du capital détenue par le dirigeant est faible. A cet effet, un accroissement du financement par dette maintient la part relative du dirigeant dans les fonds propres et évite par conséquent les coûts d'agence des capitaux propres. Deuxièmement, l'endettement est une incitation pour le dirigeant à être performant et à prévenir par conséquent, le risque de faillite lié à l'endettement. Plus une entreprise est endettée, plus le risque de faillite est élevé et plus la probabilité que le dirigeant perd sa rémunération et ses avantages en nature est importante. Troisièmement, en faisant référence aux travaux de Grossman et Hart (1982), Jensen (1986) et Stulz (1990), l'endettement contraint les dirigeants d'entreprises endettées à faire face aux versements des annuités (principal et intérêts) et, par conséquent, à faire absorber une partie des liquidités en excès. En effet, l'existence de ressources financières en excès des investissements rentables ou du *free cash flow* peut engendrer un conflit né de la tendance des dirigeants à réaliser des investissements non optimaux que l'endettement est de nature à éliminer.

Cependant et selon la perspective de la théorie de l'agence, les avantages liés à l'endettement en tant que moyen permettant de résoudre les conflits d'intérêt entre

actionnaires et dirigeants semblent être contrebalancés par des désavantages additionnels qui naissent des conflits d'intérêt potentiels entre actionnaires et créanciers. Selon Jensen, l'existence au préalable de dettes altère les motivations des actionnaires et dirigeants, qui ne feront pas une allocation des ressources de façon à maximiser la valeur de l'entreprise mais bien celle des fonds propres au détriment des dettes en créant ainsi des coûts d'agence des dettes. Ces coûts peuvent avoir des origines multiples et tiennent souvent à des problèmes financiers classiques : le sous-investissement (Myers, 1977), le transfert de richesse (Smith et Warner, 1979) et la substitution des actifs (Jensen et Meckling, 1976).

L'hypothèse de *free cash flow* prédit que les dirigeants dotés de *free cash flow* excessifs vont l'employer d'une manière abusive. Jensen (1986) suppose qu'un des moyens les plus efficaces pour réduire le *free cash flow* est le financement par endettement. Contrairement aux distributions de dividendes ou aux rachats d'actions qui sont également un moyen pour exploiter le *free cash flow*, mais dont la survenance et l'importance restent fortement subordonnées aux décisions des dirigeants, le recours à l'endettement est plus efficace dans la mesure où les créanciers, si le service de la dette n'était pas honoré, pourraient exiger la mise en règlement judiciaire de l'entreprise. La dette constitue ainsi un moyen disciplinaire qui permet de réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants. Cependant, cette efficacité de la dette est contingente à la situation de l'entreprise. Selon Jensen, la dette n'assure une discipline efficace que pour les entreprises disposant de *free cash flow* substantiels mais de faibles opportunités de croissance.

Afin de vérifier l'hypothèse de contrôle énoncée par Jensen (1986)[26], Gul et Jaggi (1999) examinent particulièrement les entreprises à faibles opportunités de croissance. Autrement dit, ils testent l'hypothèse qui stipule qu'il y a une association positive entre le *free cash flow* et le niveau de dette pour les entreprises à faibles opportunités de croissance. Pour identifier ces entreprises, les auteurs développent, à travers une analyse factorielle sur six variables de croissance, une mesure composée de l'ensemble des opportunités de croissance.

[26] L'hypothèse de contrôle de la dette (Jensen, 1986) implique que les entreprises de *free cash flow* élevé et de faibles opportunités de croissance ont des niveaux élevés de dette parce que la dette atténue le problème d'agence associé avec un *free cash flow* élevé. Les actionnaires sont censés contrôler indirectement le dirigeant par l'intermédiaire de la structure de financement. La fonction de contrôle serait ainsi déléguée aux créanciers financiers et s'exercerait sous forme d'une contrainte sur les choix de financement du dirigeant.

Pour le groupe d'entreprises à faibles opportunités de croissance, les auteurs trouvent que les coefficients de *free cash flow* sont positifs et statistiquement significatifs. Ces coefficients indiquent que le niveau de dette des entreprises de faible croissance est plus élevé lorsque leur *free cash flow* est élevé. Toutefois, les coefficients de *free cash flow* sont positifs mais statistiquement non significatifs pour le groupe d'entreprises de croissance élevée. En outre, les valeurs R^2 pour le groupe d'entreprises de faible croissance sont nettement élevées en comparaison à celles des entreprises de croissance élevée, ce qui signifie que le pouvoir explicatif du modèle est plus puissant pour le groupe d'entreprises ayant de faibles opportunités de croissance. Ainsi, les résultats de Gul et Jaggi (1999) supportent l'hypothèse stipulant la présence d'une relation positive entre le *free cash flow* et la dette pour les entreprises ayant de faibles opportunités de croissance. Ces résultats supportent donc l'hypothèse de contrôle de Jensen.

Par ailleurs, Jensen précise l'éventualité de substitution entre endettement et dividendes. Selon l'auteur, il est incontestable que le versement de dividendes limite les fonds à la disposition des dirigeants. Toutefois, même si le dirigeant promet aux actionnaires d'accroître en permanence les dividendes dans le futur, rien ne garantit qu'il agisse ainsi. Au contraire, le paiement régulier des intérêts et les remboursements que l'endettement implique, donnent aux créanciers financiers la possibilité de contraindre le dirigeant à renoncer à des investissements non rentables, sous peine de faillite. Inversement, les actionnaires ne peuvent l'obliger à verser le *free cash flow* sous forme de dividendes.

Dans ce sens, Agrawal et Jayaraman (1994) testent l'existence d'une substitution d'une part entre les dividendes et les dettes, d'autre part entre les dividendes et le pourcentage du capital détenu par les dirigeants. Ces trois variables sont considérées comme des mécanismes de contrôle des coûts d'agence liés au *free cash flow* (Jensen, 1986). Selon ces auteurs, puisque l'endettement est une alternative aux dividendes pour diminuer les coûts d'agence liés au *free cash flow*, les entreprises utilisant moins d'endettement devraient, toutes choses égales par ailleurs, distribuer plus de dividendes. De la même manière, le pourcentage de capital détenu par les dirigeants étant une alternative aux dividendes pour diminuer les coûts d'agence liés au *free cash flow* (Jensen et Meckling, 1976), ces deux grandeurs devraient être négativement reliées. De plus, cette relation négative devrait être accentuée

pour les entreprises non endettées dans la mesure où il n'y a pas l'endettement comme mécanisme de baisse des coûts d'agence du *free cash flow*.

Les résultats de cette étude sont contradictoires : le montant de *free cash flow* et le niveau des opportunités de croissance qui constituent les deux facteurs du risque de *free cash flow*, n'ont aucune influence sur le niveau de dividendes alors que les dividendes et le pourcentage du capital interne apparaissent comme des mécanismes effectifs de substitution de l'endettement pour limiter les coûts d'agence liés au *free cash flow* dans les entreprises non endettées. Néanmoins, la principale critique adressée à cette étude est la non distinction entre les entreprises de faible croissance et celles de croissance élevée, bien qu'une telle distinction est indispensable dans la validation de la théorie de Jensen (1986). En effet, les entreprises de croissance élevée ne subissent pas le problème de *free cash flow*, puisqu'elles sont capables d'utiliser tout le *cash flow* disponible pour financer les projets de valeur nette positive. Ainsi, la non prise en compte de cette distinction peut biaiser les résultats.

Crutchley et Jensen (1996) constatent que les variations de *free cash flow*s sont positivement reliées, de manière statistiquement significative, à l'endettement, tout en notant cependant qu'il n'y a pas de relation entre cette variable et la propriété managériale. Poincelot (1999), pour sa part, tout en estimant que l'endettement est plus une variable manipulée par les dirigeants qu'une variable de contrôle, observe une relation négative entre le contrôle interne et l'endettement, de sorte qu'il existe un effet de substitution plutôt que de complémentarité entre le contrôle par les actionnaires et le contrôle par les créanciers financiers.

Au lieu de distribuer le *free cash flow* aux actionnaires ou aux créanciers, les dirigeants préfèrent le consacrer à l'accroissement de leur propre fonction d'utilité en l'investissant dans des projets visant à augmenter la taille de l'entreprise et à diversifier ses activités. Ces projets sont, par définition du concept de *free cash flow*, des projets à VAN négative, puisque tous les projets dont le taux de rentabilité est supérieur au coût du capital ont déjà été entrepris. Nous parlons dans ce cas d'une situation de surinvestissement, qui fera l'objet de la rubrique suivante.

III. LE SURINVESTISSEMENT

Jensen et Meckling (1976), fondateurs de la théorie positive d'agence, ont développé une nouvelle conception de la firme comme étant un ensemble de contrats établis entre individus aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère d'un individu à un autre. La théorie de l'agence s'applique aux relations existantes entre les partenaires de l'entreprise et notamment entre dirigeants et actionnaires, elle définit les relations contractuelles entre les mandants (principal) qui confient aux mandataires (agent) la mission de gérer l'entreprise en leur déléguant un pouvoir de décision.

En effet, les coûts d'agence de *free cash flow* résultent de la séparation des fonctions de propriétaires et de dirigeants, telle qu'elle fut analysée, notamment, par Jensen et Meckling (1976), à la suite des travaux précurseurs de Berle et Means (1932) et des théoriciens des droits de propriété. C'est la municipalité des agents participant à la vie de l'organisation qui est à l'origine de conflits d'intérêts, de divergences de vues et d'actions, les dirigeants n'agissant pas toujours conformément aux intérêts des actionnaires dans la mesure où ces deux catégories d'acteurs possèdent des fonctions d'utilité différentes (Ross, 1973).

Le problème qui se pose est que les dirigeants n'agissent pas toujours dans l'intérêt des actionnaires, ils cherchent plutôt à maximiser leur richesse personnelle. Ainsi, la maximisation du profit de l'entreprise n'est plus le seul objectif visé et c'est à ce moment qu'il y aura naissance de conflits d'intérêts.

L'accent est ainsi mis sur la mauvaise utilisation que peuvent faire les dirigeants des ressources financières discrétionnaires ou encore du *free cash flow*. Cet excédent de liquidités, laissé à la discrétion des dirigeants, a toute chance d'être dilapidé dans des dépenses somptuaires, sans rapport avec les besoins de l'entreprise.

Si les dirigeants veillent à maximiser la richesse de leurs actionnaires, alors les flux de trésorerie produits par l'entreprise qui ne peuvent pas être investis dans des projets à VAN positive devraient être systématiquement distribués aux actionnaires ou aux créanciers de l'entreprise. Si tel n'est pas le cas, les excédents de trésorerie risquent d'être tôt ou tard investis dans des projets dont la rentabilité attendue est insuffisante compte tenu des

exigences des actionnaires en la matière. Ces projets sont, par définition du concept de *free cash flow*, des projets à VAN négative, puisque tous les projets dont le taux de rentabilité est supérieur au coût du capital ont déjà été entrepris. Une telle situation de surinvestissement est évidemment dommageable pour l'actionnaire. Selon Poulain-Rehm (2004), elle ne vise qu'à satisfaire les intérêts particuliers de dirigeants qui souhaitent à tout prix favoriser la croissance de l'entreprise pour accroître sa taille et, du même coup, leur pouvoir et leur niveau de rémunération. Ce comportement opportuniste des dirigeants se fait au détriment de la richesse des actionnaires et entraîne une baisse de la valeur marchande des actions.

Himmelberg et *al*. (1999) indiquent que les liquidités en excès peuvent être utilisées d'une manière inadéquate par les dirigeants afin de s'enraciner et d'exproprier les actionnaires. En outre, Harford (1999) affirme que les entreprises ayant des cashs flows libres ont plus de probabilités d'effectuer des acquisitions de diversification détruisant de la valeur. En effet, Berger et Ofek (1995), Shleifer et Vishny (1997), Claessens et *al*. (2000) et Khanna et Palepu (2000) constatent que la diversification des entreprises est une source de détérioration de leur valeur corporative.

La diversification correspond aux mouvements stratégiques qui se concrétisent par un changement du domaine d'activité stratégique de l'entreprise. La théorie de l'agence énonce que la stratégie de diversification offre des avantages considérables aux dirigeants. En effet, la gestion d'entreprises plus grandes et plus diversifiées améliore le prestige et le pouvoir du dirigeant (Jensen, 1986 ; Stulz, 1990) et surtout lorsque sa rémunération est corrélée avec la taille de l'entreprise (Jensen et Murphy, 1990). En outre, la stratégie de diversification permet la réduction du risque personnel du dirigeant (Amihud et Lev, 1981) et lui offre la possibilité de s'enraciner et de se rendre indispensable à l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1989). En conséquence, le dirigeant pourrait maintenir des activités diversifiées même lorsque ces activités réduisent la valeur actionnariale.

Ce comportement apparaît surtout lorsque les dirigeants ne sont pas sous l'influence d'un contrôle efficace et lorsqu'ils disposent d'un grand pouvoir de décision concernant l'allocation des ressources. Ceci confirme l'idée d'Amihud et *al*. (1983) selon laquelle les firmes managériales sont plus diversifiées que les firmes personnelles. Selon la théorie de *free cash flow* de Jensen (1986) ainsi que l'hypothèse du cycle de vie de la firme de Mueller

(1972), la condition qui favorise un tel comportement est la maturité industrielle qui procure un pouvoir et une immunité sur le marché. Dans ce cas, les dirigeants vont gaspiller ces ressources pour financer les investissements de diversification sans se laisser influencer par le contrôle externe du marché des capitaux. De ce fait, le surinvestissement automatique dans des projets de diversification est plus fréquent chez certaines entreprises industriellement matures.

La stratégie de diversification peut répondre à un objectif d'enracinement du dirigeant. Celui-ci pourrait recourir à des surinvestissements dans des activités où il détient un avantage comparatif important de façon à rendre difficile son remplacement par un autre dirigeant (Shleifer et Vishny, 1989). De plus, la réalisation de prises de participations ou d'acquisitions de nouveaux projets augmente la probabilité du dirigeant à obtenir de renouvellement de son mandat, ce qui augmente son pouvoir et renforce son enracinement dans l'entreprise.

La stratégie de diversification contribue aussi à accroître l'asymétrie informationnelle au profit du dirigeant vu qu'elle accroît les ressources contrôlées et qu'elle rend l'information plus complexe à gérer. Plus le nombre d'activités est important, plus l'information est complexe et plus le dirigeant pourra la manipuler à sa guise pour s'enraciner davantage (Charreaux, 1997). Il arrive ainsi à contourner les mécanismes disciplinaires mis en place par les différents partenaires de l'entreprise et à bénéficier librement des rentes et des quasi-rentes et par la même de valoriser son capital humain et de se rendre indispensable à l'entreprise.

L'accroissement de la taille de l'entreprise et l'élargissement de l'éventail des produits qu'elle fabrique ou des activités qu'elle pratique, améliorent la notoriété du dirigeant et se répercutent positivement sur sa réputation. En effet, la diversification de l'activité de l'entreprise dénote de meilleures compétences managériales. Plus l'entreprise est diversifiée, plus le capital humain du dirigeant est valorisé. Cette renommée ne se limite pas à augmenter son prestige mais contribue également à l'accroissement de son pouvoir.

Cette recherche de satisfaction des motifs personnels du dirigeant l'incite à entreprendre une politique de diversification non liée au-delà de la taille optimale de l'entreprise. Cette stratégie peut constituer une source de coûts pour l'entreprise et porter préjudice aux actionnaires surtout lorsqu'elle altère les capacités de gestion du dirigeant du

fait de la complexité des opérations à gérer. Ainsi une gestion libre et sans contraintes de la part du dirigeant pourrait se révéler dangereuse pour l'entreprise et pour les actionnaires, vu que le dirigeant serait tenté de diversifier l'activité de l'entreprise au-delà du seuil de rentabilité du moment où cette stratégie favorise ses objectifs personnels.

Dans ce cadre, Morck et *al*. (1988) expliquent que : « *lorsque les dirigeants détiennent une participation minoritaire dans le capital de l'entreprise et que les actionnaires sont trop dispersés pour faire respecter la règle de maximisation de la valeur de marché de leurs titres, les actifs de l'entreprise profitent plus aux dirigeants qu'aux actionnaires* ». Autrement dit, en l'absence de pression réelle et forte des actionnaires, les dirigeants vont mener une stratégie de réduction de la valeur de marché de l'action pour conforter leur pouvoir et leur intérêt dans l'entreprise. Pour Mueller, la fusion semble être un moyen efficace pour les dirigeants d'arriver à cette fin.

Comme l'explique Jensen, les acquisitions et donc, les stratégies de diversification, sont un moyen pour les dirigeants de dépenser le cash au détriment des actionnaires qui auraient pu obtenir des dividendes plus importants. Etant donné les incitations des dirigeants d'augmenter et de diversifier les actifs corporels de l'entreprise, la théorie de *free cash flow* « *implique que les dirigeants des entreprises disposant de free cash flow substantiels sont plus enclins de réaliser des fusions de faible bénéfice ou même de destruction de valeur. Ces fusions sont considérées comme des stratégies de diversification et la théorie prédit qu'ils génèrent des gains plus faibles* » (Jensen, 1986 ; p. 328).

Dans ce contexte, Ravenscraft et Scherer (1987) ont mis en évidence la sous-performance des conglomérats. A son tour, Porter (1987) établit un bilan de la diversification de 33 grandes entreprises américaines sur la période 1950-1986, portant sur 3 788 opérations de diversification par croissance interne ou externe. Il montre que plus de la moitié de ces opérations ont donné lieu à des cessions ultérieures, et que 14 entreprises sur 33 ont rapidement abandonné plus de 70% de leurs opérations. Morck et *al*. (1990) montrent que pendant les années 1980, les acquisitions de diversification ont plutôt détruit la valeur. Montgomery et Wernefelt (1998) aboutissent à la conclusion que plus le degré de diversification de l'entreprise augmentait plus sa profitabilité décroissait. D'après Lang et

Stulz (1994), le ratio Q de Tobin des sociétés diversifiées est resté significativement inférieur à celui des entreprises focalisées.

Ces suggestions laissent penser que les stratégies de diversification se font au détriment des intérêts des actionnaires et sont donc destructrices de la valeur (Berger et Ofeck, 1995 ; Lamont et Polk, 2002). Cette hypothèse de réduction de la valeur incite les dirigeants à gérer les résultats afin d'envoyer de faux signaux au marché et de dissimuler la mauvaise performance de l'entreprise.

CONCLUSION

Les précédents développements sont focalisés sur la notion du *free cash flow*, sa définition, sa mesure et ses utilisations possibles. Le *free cash flow* peut se définir comme étant le *cash flow* en excès qui reste disponible dans une entreprise une fois que tous les projets à VAN positive ont été financés (Jensen, 1986). La théorie affirme que les dirigeants des entreprises à un niveau de croissance faible et dégageant des fonds discrétionnaires substantiels risquent en effet d'allouer le *free cash flow* à des projets d'investissement non rentables ou des dépenses somptuaires et doit par conséquent retourner aux actionnaires.

Il nous a paru essentiel d'en donner la définition du *free cash flow* ainsi que des opportunités de croissance, avant d'aborder les affectations possibles du *free cash flow*. La notion de *free cash flow* est très ambiguë et a été critiquée par de nombreux auteurs. En effet, la littérature diverge sur la façon de mesurer le *free cash flow* tel que conceptualisé par Jensen (1986).

La problématique de l'affectation des fonds discrétionnaires revêt, par définition, une acuité particulière. Son intérêt réside dans l'originalité de la méthodologie mise en oeuvre, qui consiste à tester directement la théorie de Jensen (1986), et dans les éléments de réponse apportés à une problématique assez faiblement explorée. Nous avons traité au niveau de ce chapitre les utilisations possibles du *free cash flow* : le surinvestissement du *free cash flow*, la distribution aux actionnaires (sous forme de dividendes, de rachats d'actions) et la distribution aux créanciers (au service de la dette).

Jensen (1986) souligne le rôle majeur de l'endettement pour réduire le cash en excès. Des distributions externes permettent certes de réduire la présence des fonds, tout comme le rachat d'actions, qui entraîne une amélioration des prévisions de bénéfices par action, de manière significative dans les deux cas. Ceci est cohérent avec l'hypothèse de signalisation, mais également avec celle de *free cash flow*, dans la mesure où cela limite, de fait, l'investissement dans des projets destructeurs de valeur.

Mais la discipline exercée par l'endettement, selon Jensen (1986), est plus efficace. Elle contraint les dirigeants à affecter cette ressource au service de son remboursement, sous peine de voir l'entreprise placée en règlement judiciaire, réduisant ainsi leur propension à investir dans des projets destructeurs de valeur. Cet effet disciplinaire, précise Jensen, outre le fait qu'il peut venir se substituer à celui exercé par la distribution de dividendes, prend tout son sens dans les entreprises disposant des niveaux substantiels de *free cash flow*s et présentant de faibles opportunités de croissance ou, *a fortiori*, dans les entreprises en phase de déclin. Sans nier les coûts de faillite liés à une augmentation de l'endettement, Jensen (1986) note qu'il existe un ratio d'endettement optimal qui maximise la valeur de l'entreprise, au point d'équilibre où le coût marginal et le bénéfice marginal de la dette se compensent.

Alors que l'accumulation de fonds discrétionnaires présente, compte tenu des coûts d'agence afférents, un risque d'utilisation sous-optimale; la distribution de dividendes et le rachat d'actions, mais surtout l'endettement, sont censés favoriser, au contraire, la maximisation de la valeur de l'entreprise.

En effet, au lieu de distribuer ces fonds aux actionnaires ou aux créanciers de l'entreprise, les dirigeants préfèrent les consacrer à l'accroissement de leur propre utilité en les investissant dans des projets visant à augmenter la taille de l'entreprise et à diversifier ses activités. Autrement dit, les dirigeants dotés de *free cash flow* excessif vont l'utiliser d'une manière abusive dans des projets non optimaux qui respectent seulement leurs propres intérêts. Ce comportement opportuniste des dirigeants se fait au détriment de la richesse des actionnaires et entraîne une baisse de la valeur marchande des actions. Les dirigeants cherchent à mitiger cette situation en s'engageant dans une manipulation des résultats afin de signaler une bonne performance virtuelle et préserver en conséquence la sécurité de leur

emploi. C'est l'objet de notre prochain chapitre qui se concentrera sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

CHAPITRE 2 :

LA RELATION ENTRE LE *FREE CASH FLOW* ET LA GESTION DES RESULTATS

INTRODUCTION

A l'intérieur des limites des principes comptables généralement admis, les dirigeants ont des latitudes substantielles, un espace discrétionnaire, sous forme d'un jeu d'options (évaluation des stocks et amortissements des actifs etc.) ou de jugements comptables (probabilité des créances douteuses, durée d'amortissement etc.) (Jeanjean, 2003). Cet espace, offert par le législateur, ouvre les voies, pour les dirigeants, à l'interprétation dans l'établissement de l'information comptable. Une telle interprétation peut demeurer fidèle à la norme ou au contraire peut servir les intérêts managériaux, en faisant apparaître un résultat désiré (Breton et Stolowy, 2004). En effet, la sélection des méthodes comptables, l'utilisation des estimations et des jugements dans l'application de ces principes, peuvent modifier les résultats vers le sens voulu (Mulford et Comiskey, 2002). Ce phénomène est la gestion des résultats.

Les recherches sur les manipulations comptables et en particulier sur la gestion du résultat comptable ont fait l'objet d'une littérature abondante dans le cadre de la théorie positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986) et la majorité de ces études se sont focalisées sur une mesure agrégée de ces manipulations appelée « *accruals* »[27].

En fait, s'inscrivant dans le cadre plus large de la politique comptable des entreprises, la gestion des résultats consiste à profiter de la marge de discrétion offerte dans le cadre des principes comptables afin d'orienter ou de façonner le résultat en fonction des attentes des dirigeants. La question qui se pose à ce niveau est évidente : pourquoi les dirigeants gèrent-ils les résultats comptables ?

Plusieurs chercheurs ont examiné les motivations des dirigeants derrière l'utilisation des *accruals* discrétionnaires. Nous prolongeons cette voie de recherche par une investigation de la relation entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires. En fait, les entreprises ayant un *free cash flow* élevé utilisent les *accruals* discrétionnaires pour camoufler l'impact négatif des investissements et des dépenses de non-maximisation de valeur (engagées dans une situation de *free cash flow*).

[27] Toute la littérature sur la gestion des résultats repose sur une hypothèse essentielle : il est possible de l'évaluer. A cet égard la notion des *accruals* s'est imposée. Healy (1985) a été le premier à retenir les *accruals* comme indicateurs de la gestion des résultats.

Ce chapitre a pour objectif de mettre en lumière l'une des motivations qui pourrait pousser les dirigeants à gérer leurs résultats, à savoir la dissimulation de la mauvaise performance produite suite à des investissements de non-maximisation de valeur.

Avant d'étudier la relation entre la gestion du résultat et le *free cash flow*, il est primordiale tout d'abord de définir ce qu'on entend dire par gestion des résultats et de présenter ensuite les motivations de la gestion des résultats ainsi que les mesures utilisées pour l'appréhender.

Section 1 : La gestion des résultats

Un des sujets les plus discutés dans la littérature comptable est la gestion des résultats. En dépit de la flexibilité des normes comptables, les dirigeants des entreprises jouissent d'une certaine latitude à gérer les résultats comptables leur permettant de façonner « *à leur guise* » le résultat comptable pour répondre à un certain objectif. Ces objectifs sont tributaires d'un caractère opportuniste largement évoqué dans la littérature.

Les pratiques de gestion du résultat se font dans le respect de la réglementation comptable. La gestion des résultats est une manipulation comptable légale, « *elle peut être erronée mais jamais frauduleuse* » (Breton et Stlowy, 2004 ; p. 3) et « *elle est toujours accomplie à l'intérieur de la flexibilité permise par les GAAP plutôt qu'à travers une violation flagrante des principes comptables* » (Clikeman, 2003 ; p. 75). Il convient en effet de distinguer la gestion du résultat des manipulations comptables (Dechow et Skinner, 2000). Dans la première approche, l'exercice du jugement se fait dans le respect des limites posées par les normes comptables. Les manipulations du résultat sortent du cadre légal et constituent des violations avérées du droit comptable. Il existe toutefois une ambiguïté sur les frontières du respect des normes comptables. D'ailleurs, Levitt (1998) fait assumer la responsabilité aux entreprises qui profitent de cette flexibilité afin de procéder à certains maquillages dans leurs rapports financiers. Comme la gestion des résultats se situe dans une zone grise, entre la légitimité et la fraude, il demeure ainsi difficile de différencier les choix faits en respectant les principes comptables de ceux agressifs (Brown, 1999 ; Dechow et Skinner, 2000).

Dans ce qui suit, nous définissons la notion de gestion des résultats, les motivations poussant les dirigeants à gérer les résultats, et les mesures utilisées pour l'appréhender à travers les modèles d'estimation des *accruals*.

I. DEFINITIONS DE LA GESTION DES RESULTATS

La littérature financière et comptable sur la gestion du résultat est relativement riche. Plusieurs définitions de la gestion du résultat ont été proposées. La définition la plus citée est celle de Schipper (1989) qui considère la gestion des résultats comme « *une intervention délibérée dans le processus de présentation de l'information financière dans le but de s'approprier des gains personnels* ».

Dans le même sens, Degorge et *al*. (1999) définissent la gestion des résultats comme « *l'utilisation de la discrétion managériale pour influencer le résultat diffusé auprès des parties prenantes* ». Cette définition considère la gestion des résultats comme un comportement discrétionnaire visant à influencer les investisseurs pour une interprétation voulue des chiffres (Godfrey et *al*., 2003). Ainsi, l'objectif fondamental de ce comportement selon Breton et Stlowy (2004, p. 5) est la modification de la perception des investisseurs sur le marché concernant le risque de l'entreprise. Les définitions de Degeorge et *al*. (1999) et de Breton et Slowy (2004) n'ont pas restreint la gestion des résultats à l'opportunisme. La gestion des résultats peut être conduite aussi dans un objectif de signalisation. C'est dans ce même ordre d'idées, Xue (2004) considère que les deux perspectives ne sont pas mutuellement exclusives. L'auteur ajoute les entreprises ayant de bonnes opportunités de croissance sont les seules qui peuvent gérer les résultats dans un objectif de signalisation. Il s'est justifié par la limite de la gestion comptable qui est contrainte par la réglementation comptable et l'impact négatif de la gestion réelle sur la profitabilité future de l'entreprise. Similairement, Altamuro et *al*. (2005) montrent que le gonflement des revenus de l'année en cours (càd décaler une partie des revenus des exercices ultérieurs vers l'exercice en cours) est motivée par l'opportunisme managérial et par la volonté des dirigeants de fournir une information pertinente sur la performance future de l'entreprise.

Subséquemment, deux perspectives perçoivent différemment la gestion des résultats : la perspective opportuniste et la perspective informationnelle. Nous traitons en détail, dans ce qui suit ces deux perspectives :

❖ ***La perspective opportuniste***

L'approche opportuniste considère la gestion des résultats comme une action délibérée effectuée par les dirigeants, en vue d'induire en erreur les investisseurs à propos de la performance de l'entreprise. Par exemple, ils vont essayer de gonfler le résultat pour faire croire à une bonne performance, ou bien réduire le résultat rapporté pour atteindre le niveau prévu par les analystes, maximiser leurs profits personnels… Dans le cadre de cette approche, nous pouvons retenir la définition la plus citée dans les articles, celle de Healy et Wahlen (1999) : « *la gestion du résultat intervient lorsque les dirigeants utilisent leur attitude discrétionnaire dans le processus de comptabilité financière et dans la structuration des transactions pour modifier les états financiers soit pour induire en erreur certaines parties prenantes sur les performances économiques réelles de l'entreprise, soit pour influencer les enjeux contractuels qui reposent sur les nombres comptables* ».

Plusieurs recherches réalisées dans le contexte américain soulignent que les dirigeants sont motivés à gérer les résultats à travers les *accruals* pour des raisons opportunistes. Ces motivations sont liées à la théorie politico-contractuelle, à la théorie de la sécurité d'emploi et à la gestion des résultats par les seuils.

La théorie politico-contractuelle suppose que les dirigeants sont opportunistes et utilisent toutes les libertés que leur offrent les normes comptables pour publier les chiffres comptables qui leur conviennent le mieux. Développée par Watts et Zimmerman (1986), cette théorie permet de formuler les hypothèses relatives à la rémunération incitatrice des dirigeants, aux clauses restrictives dans les contrats de dette et à la minimisation des coûts politiques.

La perspective opportuniste est également basée sur la théorie de la sécurité de l'emploi initiée par Fudenberg et Tirole (1995). Dans une période de mauvaise performance, les dirigeants sont incités à prendre des mesures discrétionnaires dans le but de dissimuler une faible performance et maintenir leur poste de travail. Dans ce sens, Pourciau (1993) avance que le contexte d'un remplacement non routinier[28] des dirigeants constitue un terrain fertile

[28] Pourciau (1993) définie le changement non routinier comme un remplacement non planifié qui se matérialise dans la plupart des cas par une résignation forcée du dirigeant.

pour déceler les agissements opportunistes du dirigeant en l'occurrence la manipulation du résultat comptable. L'auteur montre que le changement non routinier des dirigeants les incite à s'adonner à une manipulation de résultat à la hausse afin de dissimuler une mauvaise performance et éviter ainsi la perte de leur emploi qui par conséquent affecte leur réputation professionnelle. En outre, Easterwood (1998) teste la latitude des dirigeants à gérer les résultats dans le cas d'une offre publique d'achat durant le dernier trimestre qui précède immédiatement la tentative de prise de contrôle. L'auteur compare le signe des *accruals* discrétionnaires dans deux groupes d'entreprises : le premier relatif aux entreprises victimes des appels d'offre et le second composé d'entreprises n'ayant subi aucune tentative de prise de contrôle. Les résultats obtenus montrent que les dirigeants des entreprises ciblées par un appel d'offre d'achat optent pour des *accruals* discrétionnaires supérieurs à leur paire dans la même industrie durant le trimestre qui précède la prise de contrôle. Les dirigeants de ces entreprises accroissent le résultat afin de dissimuler une faible performance et préserver leur emploi.

Par ailleurs, les motivations des dirigeants à agir d'une manière opportuniste sont étayées par la volonté d'atteindre certains seuils de résultat. Plusieurs études empiriques ont essayé de tester la gestion des résultats autour de ces seuils. C'est ainsi que plusieurs chercheurs ont mis en évidence que les dirigeants sont averses pour la publication des pertes (Hayn, 1995 ; Moreira et Pope, 2007), d'un résultat inférieur au résultat de l'exercice précédent (Burgstahler et Dichev, 1997 ; Holland et Ramsay, 2003 ; Jacob et Jorgensen, 2007) et d'un résultat qui diffère des attentes des analystes financiers (Burgstahler et Dichev, 1997 ; Degeorge et *al*.,1999 ; Bartov et *al*., 2002 ; Lee, 2007).

- ***La perspective informationnelle***

Les pionniers de cette approche sont Holthausen (1990) et Healy et Palepu (1995). Ils considèrent que les manipulations comptables visent à améliorer la communication financière de l'entreprise. Cette conception quelque peu paradoxale des manipulations comptables trouve son origine dans les théories de l'économie de l'information. Celles-ci considèrent que les dirigeants disposent d'informations privées sur les perspectives d'avenir de leur entreprise, informations qu'ils doivent impérativement communiquer aux investisseurs, pour que ces derniers puissent évaluer correctement les titres qui leur sont offerts. La théorie des signaux

apporte des arguments selon lesquels les choix et les pratiques comptables peuvent être utilisés comme outils de signalisation et que, par conséquent, la pratique de la gestion des résultats peut s'expliquer par la volonté des dirigeants de signaler des informations privées telle que la performance future de l'entreprise. Dans ce contexte, l'approche informationnelle conçoit la gestion des résultats de façon optimiste. Les dirigeants vont gérer les résultats pour transmettre une information sur le marché de capitaux. Un appui empirique à une gestion à la hausse des résultats pour améliorer les termes d'une émission d'actions a été fourni, notamment avant les émissions d'actions (DuCharme et *al*., 2005), avant les offres alléchantes d'actions (Teoh et *al*., 1998b ; Subba Reddy, 2005), avant les offres publiques d'achat (Teoh et *al*., 1998a) et avant les acquisitions financées par actions (Erickson et Wong, 1999 ; Abdul Rahman et Abu Bakar, 2004). Les recherches montrent aussi que les entreprises, pour des objectifs de cotation, gèrent à la hausse leurs résultats avant de s'introduire en bourse (Charitou et Louca, 2003 ; Roosenboom et *al*., 2003 ; Chen et *al*., 2005a ; Li et *al*., 2008).

Selon la perspective de communication, les *accruals* discrétionnaires sont utiles pour les dirigeants dans la mesure où ils permettent de réduire les problèmes liés à l'asymétrie d'information et plus spécifiquement, la possibilité de sous évaluation des entreprises qui présentent des opportunités de croissance importantes. Dans ce contexte, Gul et *al*. (2003) et Nwaeze (2002), concluent que les entreprises qui présentent des niveaux de croissance élevés gèrent les résultats à la hausse afin de communiquer cette information à leurs investisseurs. Egalement, l'hypothèse de communication a été confirmée par Ahmed et *al*. (1999) qui avancent l'idée selon laquelle les dirigeants des entreprises ayant de bonnes opportunités d'investissements utilisent la gestion du résultat pour signaler ces opportunités. Une conséquence logique de ces études est que les entreprises qui présentent des perspectives de croissance élevées essayent de se différencier par rapport aux entreprises ayant de faibles opportunités de croissance et ce, en utilisant la gestion des résultats dans sa perspective de communication.

Dans le même sens, Ahmed et Zhou (2000) trouvent que les entreprises très performantes gèrent les résultats afin de communiquer leurs informations privées, cependant pour les entreprises moins performantes, les dirigeants réagissent d'une manière opportuniste. En effet, une faible performance est susceptible d'augmenter la probabilité de renvoi des dirigeants ce qui peut les amener à manipuler les *accruals* afin de cacher la détérioration de la

performance et de préserver par conséquent leur emploi. Ainsi, les dirigeants des entreprises ayant de faibles performances sont les plus impliqués dans l'utilisation opportuniste de la gestion des résultats. En effet, lorsque l'entreprise est de faible performance, les dirigeants sont plus préoccupés plutôt par la survie que par l'établissement d'une stratégie de *reporting* crédible.

Etant donné les différentes perspectives (opportuniste ou encore informationnelle (Holthausen, 1990)) que peut prendre la gestion des résultats, il serait plus juste de définir la gestion des résultats de manière « *neutre* ». La gestion des résultats consiste à utiliser la flexibilité des choix comptables, qu'offrent les conventions et les principes comptables généralement admis, afin de modifier le résultat comptable.

D'après les deux perspectives précitées, nous pouvons dire que notre étude se positionne dans la perspective opportuniste de la gestion des résultats par opposition à la perspective informationnelle. En fait, les dirigeants agissent d'une manière opportuniste pour camoufler les investissements non rentables placés dans une situation de *free cash flow*. En revanche, ils ne gèrent pas les résultats dans une perspective de communication afin de se distinguer des autres entreprises.

II. MOTIVATIONS A LA GESTION DES RESULTATS

Les premières recherches fondées sur la théorie politico-contractuelle, qui s'insèrent dans la théorie positive de la comptabilité, ont mis l'accent sur les raisons qui motivent les dirigeants dans leurs choix des méthodes comptables. Cette théorie a été testée dans des contextes particuliers notamment dans le cadre d'un changement de contrôle (DeAngelo, 1986, 1988), d'un premier appel publique à l'épargne (Cormier et Magnan, 1995), en cas d'enquête ou de surveillance par des organismes de régulation (Jones, 1991). Ce courant de recherche a pour fondement théorique, la théorie de la firme dans sa conception contractualiste (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1983) et la théorie économique de la réglementation (Watts et Zimmerman, 1990). Ce courant de recherche adopte une perspective opportuniste de la gestion des résultats (Stolowy et Breton, 2003).

Dans le cadre de cette théorie, les travaux antérieurs, qui s'intéressent aux différentes raisons pouvant expliquer l'intérêt des entreprises à gérer leur résultat, se sont principalement articulés autour de trois motivations : des motivations induites par les contrats de rémunération des dirigeants, par les contrats de dettes des entreprises, et par les coûts politiques découlant de la visibilité politique des entreprises.

L'hypothèse des contrats de rémunération implique que les dirigeants, dont leur rémunération est indexée à la performance dégagée par l'entreprise, cherchent à accroître leur rémunération. Les premières études se sont concentrées sur le plan de bonus à court terme. Healy (1985) est le premier ayant indiqué que les dirigeants utilisent les *accruals* discrétionnaires pour maximiser la compensation du bonus à court terme. En outre, il trouve que les dirigeants gèrent à la baisse leur résultat si celui-ci est inférieur (supérieur) à la limite minimale (maximale) pour maximiser leur bonus les années suivantes. Cependant, les résultats des recherches ultérieures qui ont réexaminé cette hypothèse, sont contradictoires. Certaines ont confirmé l'hypothèse de maximisation de bonus de Healy (Holthausen et *al*., 1995 et Guidry et *al*., 1999), en indiquant que les dirigeants augmentent leur bonus liquide en utilisant judicieusement les *accruals* discrétionnaires (Balsam, 1998). Cependant, Guidry et *al*. (1999) ont réfuté l'idée que les dirigeants utilisent les *accruals* discrétionnaires pour réduire les résultats quand les bénéfices sont au-dessous du minimum nécessaire pour gagner un bonus. Encore, Gaver et *al*. (1995) ont mis en évidence que les dirigeants gèrent les résultats afin de maintenir les bonis de rémunération à un niveau constant. Ces études se sont concentrées sur une seule composante de la compensation, les plans de bonus. Cependant, l'appui empirique a été porté à d'autres composantes dont notamment les « *stocks options* » (Yermack, 1997 ; Aboody et Kaznik, 2000 ; Balsam et *al*., 2003 ; Cheng et Warfield, 2005) et les plans de motivation (Gao et Shrieves, 2002). C'est dans ce contexte que Francis et *al*. (2004) stipulent qu'une utilisation accrue des options dans les contrats de compensation conduit à des *accruals* opportunistes qui altèrent la qualité des rapports financiers. De la même manière, Bergstressera et Philippon (2006) avancent que l'utilisation des *accruals* discrétionnaires pour gérer les résultats est plus prononcée dans les entreprises où la compensation de dirigeant est plus étroitement liée à la valeur de l'action et aux options maintenues.

L'hypothèse des contrats d'endettement implique que les entreprises qui se rapprochent de la limite de violation des termes des contrats d'endettement ont tendance à choisir les méthodes comptables qui augmentent leur résultat. Plusieurs études (DeAngelo et *al*., 1994 ; DeFond et Jiambalvo,1994 ; Teoh et *al*., 1998 ; Beneish et *al*., 2001 ; Djama, 2003) portent sur un échantillon d'entreprises ayant violé leur contrat d'endettement. Il s'agit d'étudier leur comportement et le comparer à celui d'entreprises présentant des caractéristiques similaires mais n'ayant pas violé leurs obligations contractuelles. Globalement, ces études tendent à valider que les entreprises proches de la violation de leur contrat d'endettement ajustent à la hausse leurs résultats. En revanche, en étudiant le comportement des entreprises en difficulté financière, DeAngelo et *al*. (1994) ont infirmé l'hypothèse de l'endettement. En effet, les auteurs trouvent que les dirigeants de ces entreprises ont tendance à manipuler les *accruals* discrétionnaires vers la baisse afin d'afficher un résultat plus faible. Ainsi, il ne semble pas que le respect des clauses contractuelles d'endettement incite les dirigeants d'entreprises en difficulté financière à augmenter les résultats. Ces derniers visent plutôt à obtenir de meilleurs termes de la part des créanciers lors de la renégociation d'emprunts.

Concernant la troisième hypothèse relative aux coûts politiques, certains chercheurs considèrent la visibilité politique comme un fort stimulant poussant les dirigeants à craindre un éventuel transfert de richesse et un appauvrissement de leurs entreprises. Ils supposent implicitement que les organismes de réglementation utilisent les chiffres comptables des entreprises pour sélectionner celles qui présentent des profits anormalement élevés (Bowen et *al*., 1995 ; Bowen et *al*., 2007). En considérant la taille des entreprises comme un indicateur de la visibilité politique, ils concluent que les entreprises de grandes tailles préfèrent les méthodes comptables qui réduisent le résultat (Zmijewski et Hagerman, 1981 ; Richardson et Morse, 1983 ; Malmquist, 1990 ; Patten et Trompeter, 2001). Quoique infirmée par d'autres études (Bowen et *al*., 1981 ; Saada, 1995), cette hypothèse se confirme davantage à partir de certaines investigations portant sur la gestion des résultats et s'intéressant à des entreprises soumises à des évènements politiques particuliers tels que les investigations faites par la commission américaine de la réglementation du contrôle (Jones, 1991), les enquêtes « *antitrust* » (Markar et Alam, 1998) et la crise de Golf de 1990 (Hang et Wang, 1998). L'ensemble de ces chercheurs détecte des *accruals* discrétionnaires significativement négatifs

au sein de ces entreprises signalant une gestion des résultats à la baisse causée par des facteurs politiques.

III. MESURE DE LA GESTION DES RESULTATS

Les premières recherches empiriques relatives à la gestion des résultats ont essentiellement tenté de déterminer si le choix d'une méthode comptable particulière a un impact sur le résultat. Cependant, face aux multiples limites et critiques adressées à ces études, Zmijewski et Hagerman (1981) proposent d'examiner un portefeuille de méthodes comptables et d'étudier son impact sur le résultat au lieu d'examiner chaque méthode séparément. Toutefois, cette approche ne reflète pas l'intégralité des décisions comptables prises par les dirigeants, c'est donc le besoin de disposer d'une mesure plus exhaustive, que les *accruals* ont vu le jour. Les ajustements comptables « *les accruals* » reflètent non seulement le choix des méthodes comptables, mais également l'identification du facteur temps pour les revenus et les dépenses et les changements des estimations comptables (DuCharme et *al*., 2005).

C'est à partir de 1985 que les chercheurs ont commencé à étudier la gestion des résultats par le biais des *accruals*. Healy (1985) a été le premier à retenir les *accruals* comme indicateur de la gestion du résultat. Il définit les *accruals* comme la somme des « *ajustements comptables aux cash-flows de l'entreprise permis par les organismes de normalisation* ». Les *accruals* présentent l'avantage d'agréger tous les effets de changements des méthodes comptables en une seule (Watts et Zimmerman, 1990 ; p. 138). Ils constituent un outil plus efficace et moins coûteux que les seuls changements de méthodes comptables afin de gérer les résultats et transférer les bénéfices entre les périodes (Healy, 1985 ; Cormier et Magnon, 1995).

Les *accruals* sont constitués de l'ensemble des produits et charges enregistrés au compte de résultat qui n'ont donné lieu à aucun flux de trésorerie au cours de l'exercice (Chalayer et Dumontier, 1996). Il s'agit donc de charges et produits calculés (correspondant essentiellement aux produits et charges régularisées, et aux dotations aux amortissements, et provisions nettes de toute reprise..) et de charges et produits décalés (correspondant essentiellement aux variations des stocks et aux variations des créances obtenues ou octroyées (variation du besoin en fonds de roulement) et à la production immobilisée). Les *accruals*

englobent tous les ajustements permettant à l'entreprise de passer d'une méthode de comptabilité de caisse à une méthode de comptabilité de l'exercice qu'il s'agit de répartition de provisions ou de modifications des méthodes comptables (Cormier et *al*., 2000).

Le recours aux *accruals* comme instrument de gestion des résultats représente pour le dirigeant un outil intéressant dans la mesure où il procure plusieurs avantages. En effet, il est plus aisé pour un dirigeant de manipuler les *accruals* que de changer de méthodes comptables. En plus, l'effet des décisions de gestion par les *accruals* est moins visible puisqu'un changement dans les *accruals* n'a pas à être divulgué et ne peut pas être détecté facilement par les utilisateurs des états financiers et souvent l'auditeur ne les conteste pas contrairement aux changements des méthodes comptables qui doivent être divulgués et leur effet peut être ajusté par les utilisateurs des états financiers. En outre, les *accruals* présentent l'avantage d'agréger tous les effets des changements comptables en une seule mesure. Par ailleurs, du fait que la gestion des *accruals* peut s'opérer continuellement, les dirigeants ont la possibilité d'atteindre le niveau requis chaque année.

En revanche, il n'est pas assez facile et simple de manipuler tous les *accruals* étant donné qu'une partie des *accruals* totaux découle d'une application « *sincère et régulière* » (Jeanjean, 2003) des principes de la comptabilité d'engagement. Ainsi, les *accruals* totaux se subdivisent en *accruals* discrétionnaires et en *accruals* non discrétionnaires. La partie des *accruals*, dite non discrétionnaire, découle de l'activité normale de l'entreprise et elle est considérée comme n'ayant subie aucune discrétion managériale. L'autre partie, discrétionnaire, est gérée intentionnellement par les dirigeants et elle est utilisée afin de détecter la gestion des résultats. Ainsi, les *accruals* discrétionnaires sont calculés par soustraction de la partie non discrétionnaire du total des *accruals* :

$$Accruals\ discrétionnaires = Total\ des\ Accruals - Accruals\ non\ discrétionnaires$$

Où le total des *Accruals* se calcule comme suit :

$$Total\ des\ Accruals = Résultat\ net - Flux\ monétaire\ provenant\ de\ l'exploitation$$

La séparation de la partie discrétionnaire de celle non discrétionnaire des *accruals* est difficile. Plusieurs chercheurs ont développé divers modèles afin de calculer les *accruals*

discrétionnaires considérés comme une mesure de la discrétion managériale, dont nous citons les plus reconnus : le modèle de Healy (1985), celui de DeAngelo (1986), celui de Jones (1991), ce dernier modifié par Dechow et *al*. (1995) pour donner un nouveau modèle, le modèle sectoriel de Dechow, Sloan (1991) et le modèle de Teoh et *al*. (1998). Ces modèles sont de complexité variable. Les plus simples estiment les *accruals* discrétionnaires par le total des *accruals* alors que les plus complexes tentent de séparer les *accruals* discrétionnaires des *accruals* totaux.

Tandis que certains chercheurs utilisent l'approche des séries chronologiques pour le calcul des *accruals*, d'autres utilisent l'approche transversale. La version transversale du modèle de Jones modifié a acquit beaucoup d'attention de la part des chercheurs (Subramanyam, 1996 ; Rees et *al*., 1996 ; Beneish, 1997 ; Jeter et Shivakumar, 1999). L'utilisation de l'approche transversale présente plusieurs avantages par rapport à l'approche des séries chronologiques. En effet, l'utilisation de cette dernière approche pour la détection de la gestion des résultats nécessite deux périodes (Chtourou, 2000) [29].

Plusieurs chercheurs préfèrent utiliser l'approche en coupe transversale plutôt que celle des séries chronologiques. Ce choix est fondé sur plusieurs arguments. D'abord, le recours à l'approche transversale permet d'avoir un échantillon plus large puisque les paramètres des modèles en séries chronologiques exigent des données suffisamment étalées dans le temps afin d'être fiables et sans biais. Dés lors, cette augmentation dans l'échantillon et dans les observations augmente la prévision des estimations (Subramanyam, 1996 ; p. 254). Ensuite, Bartov et *al*. (2000) estiment que l'approche transversale procure l'avantage d'inclure dans l'échantillon des entreprises récemment crées ; en revanche, celles des séries chronologiques nécessite des entreprises qui existent depuis longtemps. Or, ces dernières sont plus susceptibles d'être de grandes tailles et matures. Elles ont développé une certaine réputation qui peut les empêcher de gérer leur bénéfice car les coûts qui en résultent sont beaucoup plus élevés que pour les petites entreprises (Chtourou, 2000). En plus, l'utilisation des modèles en séries chronologiques suppose la stabilité des coefficients dans le temps (Subramanyam, 1996) et l'absence de gestion de résultat durant la période d'estimation.

[29]La première est une période d'estimation durant laquelle on présume l'absence d'une gestion des résultats. Cette première période permet d'estimer les paramètres du modèle de calcul des ajustements en situation normale. Ces paramètres serviront par la suite au calcul des ajustements comptables non discrétionnaires durant la période pendant laquelle on soupçonne l'existence de la gestion des résultats (Chtourou, 2000).

Ainsi, en cas de défaut de ces conditions, les résultats seront biaisés et non significatifs. En effet, Subramanyam (1996) montre que les paramètres estimés par des régressions en coupe transversale sont mieux spécifiés et plus précis que ceux estimés par des séries chronologiques.

Dans ce qui suit, nous examinons les différents modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires, venant améliorer le modèle de Healy (1985), pour choisir le modèle le plus performant et l'appliquer pour notre échantillon.

- *Modèle de Healy (1985)*

Healy (1985) utilise, comme mesure des *accruals* non discrétionnaires, la moyenne des *accruals* totaux de la période d'estimation. La période d'estimation étant une période antérieure à la période examinée. Les paramètres du modèle sont estimés pour chaque entreprise en utilisant les données relatives à la période d'estimation durant laquelle aucune gestion des résultats n'est prévue.

$$ACN\ \tau = \frac{\sum_{t} TAC_t}{T}\ \textit{avec,}$$

TAC : total des *accruals* divisé par le total actif du début de la période ;

ACN_τ : estimation des *accruals* non discrétionnaires à l'année τ divisée par le total de l'actif du début de période ;

τ : indice représentant l'année dans laquelle on soupçonne la gestion des résultats ;

t : 1,2…T, un indice représentant les années incluses dans la période d'estimation ;

T : le nombre d'années de la période d'estimation.

Ce modèle a été critiqué par Kaplan (1985). Sa principale limite tient au fait que les *accruals* non discrétionnaires sont constants à travers le temps et sont égaux à la moyenne des *accruals* totaux de la période d'estimation. Or, les *accruals* non discrétionnaires varient selon les conditions économiques.

- *Modèle de DeAngelo (1986)*

DeAngelo (1986) développe un autre modèle de calcul des *accruals* dans lequel elle utilise le total des *accruals* de la période précédant la période d'examen comme une mesure des *accruals* non discrétionnaires. Son modèle se présente ainsi :

$$ACN_t = TAC_{t-1}$$

Où

ACN_t: estimation des *accruals* non discrétionnaires à l'année t ;

TAC_{t-1} : total des *accruals* de l'année t -1 divisé par le total actif de l'année t -2.

Ce modèle n'est donc qu'un cas particulier du modèle de Healy (1985) dans lequel la période d'estimation (où on suppose qu'il n'y a pas des *accruals* discrétionnaires) est l'année antérieure à l'année d'observation. Il s'expose aux mêmes critiques que celui de Healy (1985), vu qu'il ignore en premier lieu l'impact des circonstances économiques sur la variation des *accruals* non discrétionnaires. En plus, le niveau des *accruals* discrétionnaires est supposé en moyenne égale à zéro sur la période d'estimation c'est à dire l'année précédant la détection de la gestion des résultats.

Dans une tentative d'amélioration du modèle de DeAngelo (1986), Aharony et *al*. (1993) standardisent le total des *accruals* par la moyenne du total des actifs. Toutefois, ils constatent que ce modèle ne permet en aucun cas d'estimer les *accruals* discrétionnaires et donc de détecter la gestion des résultats.

Par ailleurs, si les *accruals* non discrétionnaires sont constants dans le temps et que le total des *accruals* a une moyenne égale à zéro sur la période d'estimation alors les deux modèles (Healy et DeAngelo) estimeront sans erreur les *accruals* non discrétionnaires. Cependant, les analyses empiriques ne soutiennent pas ces deux hypothèses. Selon, Kaplan (1985), les *accruals* non discrétionnaires changent selon les circonstances économiques de l'entreprise. De telles contraintes ont suscité la conception d'autres modèles d'estimation venant améliorer ceux de Healy et de DeAngelo et éliminer l'hypothèse de la constance des *accruals* non discrétionnaires. Ce sont les modèles du secteur d'activité, de Jones et de Jones modifié.

- *Modèle des secteurs d'activités de Dechow et Sloan (1991)*

Le modèle de l'industrie de Dechow et Sloan (1991) assouplit l'hypothèse de la constance des *accruals* non discrétionnaires. Le modèle suppose que la variation dans les déterminants des *accruals* non discrétionnaires est commune à toutes les entreprises du même secteur. Le modèle de l'industrie estime les *accruals* non discrétionnaires comme suit :

$$ACN_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{ Median}_I (TAC_t)$$

Où

$Median_I (TAC_t)$: la valeur médiane du total des *accruals* standardisée par l'actif total pour toutes les entreprises ne faisant pas partie de l'échantillon et appartenant au secteur d'activité I.

α_1 et α_2 sont des paramètres spécifiques à l'entreprise estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires durant la période d'estimation sur l'équation suivante :

$$TAC_t / AT_{t-1} = a_1 + a_2 \, median_I \left(\frac{TAC_t}{AT_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

ε_t : Le résidu de la régression correspondant aux *accruals* discrétionnaires.

Cependant, ce modèle se heurte à une limite principale qui consiste à ce que cette approche élimine seulement la variation des *accruals* non discrétionnaires commune à toutes les entreprises de la même industrie. Donc, si les changements au niveau de la proportion discrétionnaire des *accruals* dépendent des changements des circonstances spécifiques d'une entreprise, ce modèle sera incapable d'extraire la proportion non discrétionnaire du modèle. En outre, leur hypothèse n'est validée que « *si l'actif économique des firmes au sein d'un même secteur est homogène* » (Jeanjean, 2003). Enfin, le modèle ignore la corrélation des *accruals* entre les entreprises. Ceci risque de biaiser les résultats et d'affirmer l'absence de gestion des résultats bien qu'elle existe réellement (Dechow et *al*., 1995 ; p. 200).

- *Modèle de Jones (1991) et Jones modifié (1995)*

Afin de palier à l'insuffisance des modèles de Healy (1985) et celui de DeAngelo (1986) reposant tous les deux sur l'hypothèse que les circonstances économiques n'influent

pas sur le montant des *accruals* totaux, Jones (1991) propose un modèle permettant de relaxer cette hypothèse jugée difficilement soutenable. Ce faisant, il a introduit la variation du chiffre d'affaires ainsi que les immobilisations brutes pour tenir compte des variations des *accruals* non discrétionnaires résultant de l'évolution naturelle des circonstances économiques de l'entreprise.

Selon Jones (1991), les *accruals* non discrétionnaires pour la période t sont considérés comme étant fonction respectivement de la variation de son chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t-1 et de ses immobilisations brutes hors immobilisations financières.

L'introduction des variables « variation du chiffre d'affaires » et « immobilisations brutes » dans le modèle permet de prendre en compte les variations des *accruals* totaux qui sont dues à la simple évolution du contexte économique de l'entreprise. Le chiffre d'affaire est utilisé afin de contrôler l'environnement économique de l'entreprise et ce avant que toute manipulation de la part des dirigeants ne soit exercée. Les immobilisations corporelles, quant à elles, sont introduites dans ce modèle afin de contrôler la proportion du total des *accruals* qui dépend de la charge d'amortissement non discrétionnaire. Elles ont été incluses plutôt que leurs variations parce que c'est la charge d'amortissement totale qui est incluse dans la mesure du total des *accruals* et non sa variation » (Jones, 1991 ; p. 211-212).

Le modèle de Jones pour le calcul des *accruals* non discrétionnaires se présente comme suit :

$$ACN_t = \alpha_1 + \alpha_2 (\Delta CA_t) + \alpha_3 (PPE_t)$$

Où

ACN_t : les *accruals* non discrétionnaires relatifs à l'année t ;

ΔCA_t : Chiffre d'affaires de l'année t moins le chiffre d'affaires de l'année t-1 ;

PPE_t : Valeur brute des immobilisations corporelles à la fin de l'année t ;

α_1, α_2 *et* α_3 : représentent les paramètres spécifiques à l'entreprise.

Toutes les variables du modèle sont standardisées par A_t qui représente l'actif total au début de l'année t.

Les paramètres spécifiques de l'entreprise α_1, α_2 et α_3 sont générés en utilisant le modèle suivant au cours de la période d'estimation :

$$TAC_t = a_1 + a_2 (\Delta CA_t) + a_3 (PPE_t) + \varepsilon_t$$

Avec :

a_1, a_2 *et* a_3 représentent les estimateurs de α_1, α_2 *et* α_3 obtenus par la méthode des moindres carrés ordinaires et TAC_t représente le total des *accruals*. De plus, toutes les variables sont pondérées par A_{t-1}, qui représente l'actif total à la fin de l'année précédente.

Cette tentative d'amélioration des modèles d'estimation n'est pas toutefois exempte de limite. En effet, la principale limite du modèle de Jones est qu'il repose sur une hypothèse implicite que le chiffre d'affaire est non discrétionnaire. Or, il se pourrait que les dirigeants retardent sciemment la livraison d'une marchandise l'année de l'enquête afin de diminuer le chiffre d'affaires de l'année en question et de reporter cette vente sur le chiffre d'affaires de l'année d'après. Ainsi, dans le cas où le dirigeant manipulerait le chiffre d'affaires, l'estimation de la gestion des résultats sera biaisée. Une telle limite est reconnue par Jones lui-même.

Pour faire face à cette limite, Dechow et *al*. (1995) modifient le modèle de Jones[30] tout en tenant compte de la variation des comptes clients. Cet ajustement suppose implicitement que la variation des ventes à crédit peut être affectée par la manipulation exercée par le gestionnaire. Ceci se justifie par le fait qu'il est plus facile de gérer les résultats en manipulant la constatation des ventes à crédit que celle des ventes au comptant. Cette modification se traduit au niveau du calcul des *accruals* non discrétionnaires par la prise en compte du changement dans le chiffre d'affaire au comptant (différence entre la variation du chiffre

[30]Les études qui ont eu pour objet l'évaluation des modèles d'estimation des *accruals* ont montré la suprématie du modèle de Jones (1991) et de sa version modifiée (Dechow et *al.*, 1995 ; Guay et *al.*, 1996 ; Subramanyam, 1996).

d'affaires total et la variation du chiffre d'affaires à crédit). Ainsi, le modèle de Jones modifié se présente comme suit :

$$ACN_t = \alpha_1 + \alpha_2 (\Delta CA_t - \Delta CCR_t) + \alpha_3 (PPE_t)$$

Où

ACN_t : les *accruals* non discrétionnaires relatifs à l'année t ;

ΔCCR_t : les comptes clients nets de l'année t moins les comptes clients de l'année t-1.

Tous les paramètres du modèle sont pondérés par l'actif total au début de l'année t.

Toutefois, l'hypothèse posée par Dechow et *al*. (1995) risque de biaiser les mesures obtenues ainsi que leurs interprétations. En effet, la principale limite du modèle tient au fait qu'il considère que tout changement dans le chiffre d'affaires à crédit est le résultat d'une manipulation. Cependant, dans le cas où il s'avère que la manipulation est opérée par le biais des ventes au comptant, le même effet décrit, au niveau du modèle de Jones à cause de la non prise en compte d'une partie discrétionnaire dans le modèle d'estimation des *accruals* discrétionnaires se produira et le coefficient de la gestion des résultats tendra vers zéro. Par ailleurs, Jeter et Shivakumar (1999) révèlent que l'hypothèse posée par Dechow et *al*. (1995) n'est pas toujours conforme à la réalité dans la mesure où la modification apportée à ce modèle n'est appropriée que dans les périodes où il y a eu une gestion effective du résultat et qu'à condition aussi que la variation des comptes clients soit dans le même sens que celle de la gestion des résultats.

Plusieurs études ont évalué la performance des cinq modèles déjà-indiqués, basés sur l'approche des séries chronologiques en termes de spécification et de puissance des tests statistiques généralement utilisés. Dechow et *al*. (1995) ont examiné la fréquence avec laquelle les modèles utilisés génèrent des erreurs de type I et de type II. Le premier type d'erreur surgit lorsque l'hypothèse nulle de l'existence de gestion des résultats est rejetée sachant qu'elle est vraie alors que le second surgit lorsque l'hypothèse nulle de l'existence de gestion des résultats est acceptée sachant que celle-ci n'existe pas. A l'exception du modèle de Jones modifié, ils génèrent tous des tests à faibles puissances pour des valeurs de gestion

des résultats économiquement plausibles. Ce même résultat a été affirmé ultérieurement par Jeter et Shivakumar (1999). De même, Guay et *al*. (1996) ont évalué ces modèles en utilisant une procédure basée sur le marché et ils ont trouvé que les modèles de Jones et sa version modifiée sont les seuls modèles qui ont un potentiel de fournir une estimation fiable des *accruals* discrétionnaires.

Teoh et *al*. (1998), Guidry et *al*. (1999) et Peasnell et *al*. (2000) attestent que le modèle de Jones modifié est le plus utilisé en matière de gestion des résultats. Bartov et *al*. (2000) concluent que ce modèle est le meilleur parmi ceux qui existent et est capable d'estimer les *accruals* discrétionnaires et donc de détecter la gestion des résultats. Ce même résultat a été confirmé ultérieurement par Klein (2002).

Ainsi et à travers la majorité des travaux, il nous semble que les modèles de Healy, de DeAngelo et du secteur d'activité ne permettent pas d'estimer et de séparer les *accruals* discrétionnaires de ceux non discrétionnaires. Ceux de Jones et sa version modifiée semblent avoir plus de chance à le réaliser. Cependant, ces modèles utilisent uniquement la croissance des ventes et les immobilisations comme déterminants économiques des ajustements comptables.

- *Modèle de Rees et al. (1996)*

Dechow (1994) avance que la recherche future devrait incorporer la variation des flux monétaires provenant de l'exploitation car elle contient des composantes temporaires qui sont réversibles dans le temps et constitue un déterminent important des *accruals*. En tenant compte de cet élément, Rees et *al*. (1996) incluent dans leur modèle d'estimation des *accruals* discrétionnaires la variable « flux de trésorerie liés à l'exploitation » en plus des autres variables utilisées par Jones modifié.

Les *accruals* non discrétionnaires sont représentés dans l'équation suivante :

$$ACN_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ (\Delta CA_t - \Delta CCR_t) + \alpha_2 \ (PPE_t) + \alpha_3 \ (CFO_t)$$

Avec

ACN_t : les *accruals* non discrétionnaires relatifs à l'année t ;

$(\Delta CA_t - \Delta CCR_t)$: variation du chiffre d'affaires entre l'année t et t-1 moins la variation des comptes clients entre l'année t et t-1 ;

PPE_t : valeur brute des immobilisations corporelles de l'année t ;

CFO_t : les flux de trésorerie liés à l'exploitation de l'année t ;

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2 \text{ et } \alpha_3$ sont des paramètres spécifiques de l'entreprise.

Toutes les variables sont pondérées par l'actif total au début de l'année t.

A travers une régression transversale, Rees et *al*. (1996) estiment $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2 \text{ et } \alpha_3$ comme suit :

$$TAC_i = a_0 + a_1 (\Delta CA_i - \Delta CCR_i) + a_2 (PPE_i) + a_3 (CFO_i) + b_1 (PART_i) + \varepsilon_i$$

Avec

$PART_i$: une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise fait partie de l'échantillon dans lequel on soupçonne la gestion des résultats et prend la valeur zéro, dans le cas contraire ;

ε_i : Terme d'erreur qui désigne l'estimation des *accruals* discrétionnaires de l'entreprise i.

Rees et *al*. (1996) trouvent que les coefficients de $(\Delta CA_i - \Delta CCR_i)$ et (PPE_i) présentent des signes similaires à ceux trouvés par les études antérieures ayant utilisé le modèle de Jones modifié. En outre, la corrélation négative entre les flux de trésorerie liés à l'exploitation et les *accruals* confirme la thèse avancée par Dechow (1994). Jeter et Shivakumar (1999) témoignent également cette conclusion et soulignent que les modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires qui utilisent l'approche transversale tout en considérant les flux de trésorerie liés à l'exploitation sont bien spécifiés.

- *Modèle de Kothari et al. (2005)*

Il est généralement reconnu que les techniques existantes pour mesurer la gestion des résultats classent certains *accruals* non discrétionnaires comme des *accruals* discrétionnaires (Bernard et Skinner, 1996 ; Healy, 1996). Cette mauvaise spécification est due à la non prise en compte de la performance dans ces modèles. L'importance critique de contrôler l'effet de la performance passée et actuelle n'est pas surprenante. Le modèle simple des bénéfices, cash-flows et *accruals* de Dechow et *al*. (1998), montre que les *accruals* augmentent avec l'augmentation des opportunités de croissance future à cause de l'investissement de l'entreprise dans le fonds de roulement pour supporter la croissance. Une étude examinant la spécification et le pouvoir des modèles des *accruals* discrétionnaires (Dechow et *al*., 1995 ; p. 65) a conclu que « *le modèle de Jones rejette l'hypothèse nulle de non-existence de gestion des résultats aux taux excédants les niveaux des tests spécifiés quand ils font appel à des échantillons de firmes avec une performance financière extrême* ».

Beneish (1997) avance l'idée que la non prise en compte des indicateurs de performance constitue une limite au modèle d'estimation des *accruals*. Il indique que les modèles de Jones (1991) et celui de Jones modifié (1995) sont sévèrement mal spécifié quand ils sont appliqués à des échantillons ayant une performance non aléatoire. Guay et *al*. (1996) et Young (1999) concluent que le modèle de Jones et celui de Jones modifié estiment les *accruals* discrétionnaires avec une imprécision considérable. Thomas et Zhang (2000) confirment que tous les modèles des *accruals* ont un faible pouvoir de prévision des *accruals* discrétionnaires. Barth et *al*. (2001) avancent que les *accruals* devraient être modélisés comme une fonction de la performance économique passée et actuelle de l'entreprise et par conséquent, les *accruals* discrétionnaires peuvent être exactement détectés. Beneish (2001) affirme : « *il est évident que la gestion des résultats dépend de la performance de la firme….que la gestion des résultats est probablement présente lorsque la performance de la firme est aussi bien, anormalement, bonne ou mauvaise* ». Les recherches antérieures recommandent la prise en compte de la performance dans les modèles des *accruals* (Kang et Sivaramakrishnan, 1995 ; Guay et *al*., 1996 ; Healy, 1996 ; Dechow et *al*., 1998 ; Peasnell et *al*., 2000 ; Barth et *al*., 2001).

Pour répondre à cette critique, Kothari et *al*. (2005) proposent une nouvelle approche d'estimation des *accruals* qui relie ces derniers à la performance passée et actuelle de

l'entreprise. Ils développent un modèle qui met en relation les *accruals* et le rendement des actifs comme mesure de la performance de l'entreprise. En effet, les auteurs se basent sur le modèle reliant les bénéfices, les *cash flows* et les *accruals* développé par Dechow et *al*. (1998) pour prouver la relation entre la performance passée de l'entreprise et les *accruals*.

Kothari et *al*. (2005) recourent à une procédure de simulation pour mettre en évidence les caractéristiques de différentes mesures des *accruals* discrétionnaires basées sur des échantillons aléatoires ou stratifiés d'une manière aléatoire. Ils examinent aussi les caractéristiques des modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires en série temporelle et en coupe transversale. Dans la plupart des cas, l'approche d'estimation des *accruals* discrétionnaires ajustés par la performance montre des résultats plus significatifs concernant la gestion des résultats. Bien que les auteurs observent quelques problèmes de spécification en utilisant les modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires ajustés par la performance dans certains cas, à l'équilibre, ces mesures sont les plus pertinentes d'un échantillon à l'autre en termes de taux d'erreur de type I. Kothari et *al*. stipulent que la mesure des *accruals* discrétionnaires ajustés par la performance est utile pour la réduction des erreurs de type I dans le cas où la variable d'intérêt est corrélée avec la performance. Ces résultats indiquent aussi que, les chercheurs doivent inclure un terme constant en utilisant les modèles d'estimation de Jones et de Jones modifié parce qu'il sert à l'atténuation des problèmes de spécification.

Le modèle de Kothari et *al*. (2005) ajusté par la performance se présente comme suit :

$$TAC_{i,t} / AT_{i,t-1} = a_0 (1/ AT_{i,t-1}) + a_1 [(\Delta CA_{it} - \Delta CCR_{it}) / AT_{i,t-1}] + a_2 (PPE_{i,t} / AT_{i,t-1}) + a_3 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Où $ROA_{i, t-1}$: le rendement de l'actif.

- <u>*Modèle de Raman et Shahrur (2008)*</u>

Plusieurs recherches antérieures prouvent que les entreprises de fortes opportunités de croissance présentent des *accruals* plus élevés (McNichols, 2002 ; Cohen et *al*., 2005). Raman et Shahrur (2008) ajoutent au modèle de Jones modifié par Kothari et *al*. (2005), la variable « *book to market* » comme mesure des opportunités de croissance. Cette variable est

mesurée par le rapport entre le total des actifs et le total des actifs moins la valeur comptable des capitaux propres plus la valeur de marché de l'entreprise. Les *accruals* sont obtenus ainsi à partir de l'équation suivante :

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0\ (1/A_{i,t-1}) + a_1\ [(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})\ /A_{i,t-1}] + a_2\ (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3\ (ROA_{i,t-1}) + a_4\ BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec

$TA_{i,t}$: *accruals* totaux de l'entreprise i à l'année t ;

$A_{i,t-1}$: total des actifs au début de la période de l'entreprise i ;

$\Delta CA_{i,t}$: variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t-1 de l'entreprise i ;

$\Delta CCR_{i,t}$: créances nettes de l'année t moins les créances nettes de l'année t -1 de l'entreprise i ;

$PPE_{i,t}$: valeur brute des immobilisations corporelles de l'année t de l'entreprise i ;

$ROA_{i,t-1}$: rapport entre le résultat net de l'entreprise i et le total des actifs du début de période ;

$BM_{i,t}$: ratio du total des actifs sur le total des actifs moins la valeur comptable des capitaux propres plus la valeur du marché de l'entreprise i à l'année t ;

$\varepsilon_{i,t}$: terme d'erreur qui désigne l'estimation des *accruals* discrétionnaires de l'entreprise i à l'année t.

Ainsi, les estimations des *accruals* non discrétionnaires n'ont pas cessé d'évoluer. La liste des modèles présentés n'est pas limitative mais plutôt indicative des principaux modèles les plus utilisés dans les recherches empiriques en matière de gestion de résultats. Nous pouvons prononcer ainsi sur l'abondance des recherches qui examinent la définition, les motivations et les mesures de la gestion des résultats. Nous examinons, dans la section suivante, la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Section 2 : Le free cash flow et la gestion des résultats

Selon l'hypothèse de *free cash flow* et du problème de surinvestissement (Jensen, 1986a et 1993 ; Smith et Watts, 1992 ; Lasfer, 1995 ; Lang et *al*., 1996), les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance supportent un problème d'agence dans le cas où les dirigeants réalisent des dépenses qui privilégient leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Ces projets et ces activités peuvent leur rapporter des avantages pécuniaires ou d'autres récompenses personnelles. En effet, le *cash* en excès incite les dirigeants à accroître la taille de leur entreprise au delà du niveau optimal pour plusieurs considérations. D'abord, cela leur permet d'augmenter les ressources sous leur contrôle et par conséquent, d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire et leur prestige (Mueller, 1969 ; Stulz, 1990 ; Paquerot, 1997). Ensuite, la gestion d'une entreprise de grande taille leur permet d'accroître le niveau de leur rémunération personnelle car les hausses de rémunération sont liées à celles du chiffre d'affaires et à la croissance de l'entreprise (Murphy, 1985 ; Jensen et Murphy, 1990 ; Schmidt et Fowler, 1990).

Ces investissements de non-maximisation de valeur permettent donc aux dirigeants de maximiser leur propre utilité. Ils réduisent cependant les résultats de l'entreprise. Ce qui entraîne une baisse des cours des actions et peut amener au remplacement des dirigeants. Ainsi, pour camoufler l'impact négatif de ces investissements, les dirigeants peuvent utiliser des procédures comptables afin d'augmenter le résultat rapporté. Ce bénéfice gonflé pourrait soulager les investisseurs et conduirait à une évaluation plus élevée du marché (ceci suppose que les investisseurs ne peuvent pas complètement détecter la gestion des résultats). De nombreuses recherches récentes (Berger et Hann, 2003 ; Chung et *al*., 2005a ; Richardson, 2006) ont appréhendée l'étendue de la gestion des résultats sous l'hypothèse de *free cash flow*. Bates (2005) montre que les entreprises qui ne distribuent pas les *cash flows* excédentaires sous forme de dividendes tendent à investir plus dans des acquisitions destructrices de valeur que leurs homologues du secteur. Lamont (1997) et Berger et Hann (2003) affirment que des *free cash flows* élevés incitent les dirigeants à diversifier leurs activités dans des segments non reliés à performance médiocre. Similairement, Harford (1999) et Opler et *al*. (1999 et 2001) trouvent que les entreprises ayant un excès de *cash flow*, ont des dépenses en capital plus élevées et dépensent plus sur les acquisitions même lorsqu'il semble avoir des opportunités de croissance faibles. Toutes ces études viennent confirmer les

résultats de Richardson (2006) que les problèmes de surinvestissement sont concentrés dans les entreprises ayant des niveaux élevés de *free cash flow*. En se concentrant sur des investissements spécifiques, les recherches et développement, Swanson (1997) montre que les dirigeants utilisent le *free cash flow* pour investir dans de projets de R&D non créateurs de valeur. Cet auteur signale en outre, que la réaction du marché est négative pour les investissements en recherche et développement en présence de *free cash flow*.

En se basant sur les constats de Jensen, Jaggi et Gul (2006) testent l'hypothèse qui stipule qu'il y a une association positive entre le *free cash flow* et les *accruals*. Jensen précise que les dirigeants des entreprises à faible croissance et ayant un niveau élevé de *free cash flow* poursuivent des activités de non- maximisation de valeur en investissant dans des projets de valeurs négatives au lieu de distribuer des dividendes aux actionnaires. Ce comportement managérial entraîne une baisse des cours boursiers. Les auteurs présument donc que les dirigeants atténueraient cette situation en affichant des résultats plus élevés à travers les *accruals* discrétionnaires. Cette prédiction suggère une relation positive entre le *free cash flow* et les *accruals* pour les entreprises de faibles opportunités de croissance. Conformément à l'hypothèse posée, Jaggi et Gul (2006) trouvent que les dirigeants des entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* s'engagent dans une manipulation des résultats vers le haut afin de signaler une bonne performance virtuelle et préserver en conséquence la sécurité de leur emploi. Ces constats ont été déjà trouvés par Chung et *al*. (2005a) en indiquant que les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* utilisent des *accruals* discrétionnaires d'augmentation des résultats pour camoufler l'impact des investissements dans des projets de valeurs négatives et dans des activités opportunistes.

En prenant comme champ d'investigation, le Taiwan, Shiue et Lin (2003) testent, d'une part, l'association entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires et, d'autre part, l'impact de la dette sur cette association. Ils recourent à une analyse de régression multiple sur un échantillon de 904 entreprises cotées sur la bourse de Taiwan entre 1997 à 1999. Les résultats empiriques montrent que les *accruals* discrétionnaires sont plus élevés chez les entreprises de *free cash flow* élevé que chez les entreprises de *free cash flow* faible et que la relation positive entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires est plus faible chez les entreprises de faible croissance avec une dette élevée que chez les entreprises similaires mais moins endettées.

Par ailleurs, Chung et *al*. (2005b) trouvent que les dirigeants des entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance utilisent des *accruals* discrétionnaires de diminution de résultats. Ils confirment également leur première hypothèse qui énonce que les entreprises de *free cash flow* élevé et de faibles opportunités de croissance sont associées à une faible profitabilité de long terme. Ils trouvent que les problèmes d'agence de *free cash flow* sont négativement reliés au Q de Tobin, mesure de la profitabilité à long terme. En effet, le *free cash flow* est investi dans des projets sous optimaux et est donc associé à une faible profitabilité à long terme. En vu de dissimuler les mauvais investissements conduits dans les entreprises de faible croissance et ayant un *free cash flow* élevé, les dirigeants recourent aux *accruals* discrétionnaires pour manipuler les résultats courants et futurs. Les dirigeants utilisent des *accruals* négatifs pour réduire les résultats de l'année en cours. Cette action déplace les profits de l'année en cours aux années futurs et aide à lisser les résultats lorsque l'effet des investissements de valeurs actuelles négatives se manifeste. Ainsi, la gestion des résultats est motivée par le désir des dirigeants à décaler les profits aux années futurs lorsque l'impact total des investissements sous optimaux se répercute sur les bénéfices. Ce résultat est conforme à la théorie de Fudenberg et Tirole (1995) relative au lissage du résultat.

D'après ce qui précède, nous pouvons déduire que pour dissimuler l'impact négatif des activités destructrices de valeur, les dirigeants gèrent les résultats. D'où l'hypothèse suivante :

H 1 : Les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance, sont plus incitées à gérer leurs résultats que les autres.

A partir des travaux précités, nous pouvons remarquer l'abondance des recherches sur la notion, les motivations et les mesures de la gestion des résultats. Néanmoins, peu d'études ont essayé de déterminer les éléments sur lesquels se basent les dirigeants pour gérer les résultats. Ainsi, une question mérite de se poser à ce niveau. Dans cette situation particulière, sur quels paramètres très exactement les dirigeants vont jouer pour manipuler les résultats ?

L'existence de plusieurs techniques de comptabilisation pour une même opération à la date de reconnaissance d'une transaction induit à des résultats comptables différents. En

utilisant la flexibilité accordée par le législateur comptable, les dirigeants opportunistes sont en mesure de modeler de manière intentionnelle le niveau de résultat de l'entreprise pour aboutir à certains objectifs.

Les dirigeants des entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* cherchent à ajuster les *accruals* discrétionnaires à la hausse en vue de dissimuler la mauvaise performance. En d'autres termes, ils peuvent « *emprunter* » des résultats futurs, par exemple, pour augmenter le résultat comptable de l'exercice en cours.

Les dirigeants peuvent d'abord choisir entre plusieurs méthodes pour influencer le rapport financier, telle que la méthode linéaire ou accélérée, le LIFO ou FIFO[31], et le coût moyen pondéré. En plus, les dirigeants ont besoin d'exercer des jugements dans la gestion du fond de roulement (tels que les niveaux d'inventaire) qui affectent les allocations des coûts et les revenus nets. Ils doivent aussi choisir d'effectuer ou de différer les dépenses discrétionnaires, telles que les dépenses en R&D, la publicité ou la maintenance.

Les estimations et les jugements inhérents au système de la comptabilité d'exercice, comme la provision pour créances douteuses, l'évaluation des stocks et la dotation aux amortissements, offrent plusieurs possibilités d'ordre comptable permettant aux dirigeants de moduler le niveau de résultat à travers les *accruals* selon les objectifs désirés.

Les entreprises sont en mesure de réexaminer aussi bien la durée que les méthodes d'amortissement si les attentes sont différentes des estimations antérieures. L'amortissement linéaire conduit à une charge d'amortissement constante sur la durée d'utilisation du bien, l'amortissement variable entraîne une charge d'amortissement proportionnelle avec l'utilisation du bien et l'amortissement décroissant conduit à une charge d'amortissement décroissante sur la durée d'utilisation du bien. Les dirigeants peuvent exercer leur discrétion soit lors de l'estimation de la durée d'utilisation de l'immobilisation amortissable ou bien lors du choix de la méthode d'amortissement.

[31] FIFO : premier entré premier sorti.
LIFO : dernier entré premier sorti.

Les actifs fixes fournissent pour les dirigeants un cadre de gestion opportuniste. Quand la valeur de marché des actifs fixes change, un gain ou une perte, non comptabilisé, sera crée. En choisissant le timing de la cession d'actifs, les dirigeants peuvent influencer la reconnaissance du résultat sur cession d'actif. Quand la performance courante est au dessous des anticipations, les dirigeants auront des motivations pour reconnaître les gains sur cession d'actifs, en vue de gonfler le résultat courant (Herrmann et *al*., 2001).

En outre, les investissements en Recherche et Développement (R&D) représentent les dépenses les plus discrétionnaires dans les principes comptables américains, ce qui motive les dirigeants à ajuster ces dépenses pour gérer les résultats. En effet, les études examinant la relation entre les investissements en R&D et la gestion des résultats sont nombreuses. Graves et Waddock (1990) et Porter (1992) avancent l'idée que les dirigeants ont des motivations pour freiner l'investissement en R&D. Il s'agit d'atteindre les résultats cibles. Bushee (1998) examine si la présence des investisseurs institutionnels influence les motivations managériales de freiner les investissements en R&D afin d'éviter la baisse des résultats. Pour ce faire, il sélectionne un échantillon d'entreprises ayant des résultats avant R&D inférieurs à ceux de l'année passée, mais par un montant pouvant être compensé par la réduction des investissements en R&D. Il trouve que les dirigeants semblent réduire plus les investissements en R&D et gonflent donc les résultats courants par rapport à ceux de l'année écoulée, quand la propriété institutionnelle est faible. Ce résultat indique que les investisseurs institutionnels assurent bien le rôle de contrôle, en diminuant les motivations de gestion des résultats avec la diminution des investissements en R&D. Narayanan (1996) développe un modèle analytique qui montre que la rémunération liquide motive les dirigeants à réduire les investissements à long terme, entre autres en R&D.

En plus, les provisions représentent un item qui fournit beaucoup de latitude aux dirigeants. En effet, les normes comptables donnent aux dirigeants la liberté de fixer la valeur des provisions. Il est donc un item qui peut être utilisé par les dirigeants pour gonfler ou diminuer les résultats de l'entreprise. Par exemple, au 31 décembre de l'exercice N, les créances d'une entreprise s'élèvent 800 000 euros, si les dirigeants estiment les créances douteuses à 5% du montant total des créances, dans ce cas les dotations aux provisions s'élèveront à 40 000 euros, si les dirigeants décideront d'évaluer la provision à 3%, les

dotations aux provisions seront de 24 000 euros, ce qui aura un impact d'une hausse des résultats rapportés de 16 000 euros.

Une partie non négligeable de la littérature de la gestion des résultats décrit les manipulations comptables à travers l'utilisation des revenus. Dechow et *al*. (1996) trouvent que les actions de la SEC (Security and Exchange Commission)[32] incluent la reconnaissance prématurée des revenus. Nelson et *al*. (2003) confirment la gestion agressive des résultats par la reconnaissance des revenus. Aussi, Plummer et Mest (2001) montrent empiriquement les motivations des entreprises à atteindre ou à dépasser les prévisions des analystes à travers la manipulation des revenus.

Les dépenses représentent aussi un item très intéressant pour manipuler les résultats. En effet, les dirigeants peuvent baisser les dépenses s'ils veulent gonfler le résultat rapporté. Par exemple, les frais administratifs et de vente qui incluent les dépenses concernant la formation du personnel, les travaux de maintenance… sont des dépenses considérés comme discrétionnaires, que les dirigeants peuvent les manipuler dans le sens voulu pour atteindre le résultat désiré.

Dans ce contexte de forte flexibilité des règles comptables, la mise en place d'une structure forte de contrôle de l'entreprise est indispensable pour améliorer la transparence de l'information financière, et en particulier pour limiter la gestion des résultats.

CONCLUSION

Assimilées à des « *manipulations* » comptables licites s'effectuant à l'intérieur des principes comptables généralement admis lors de l'élaboration des états financiers, la gestion des résultats reflète la capacité des dirigeants à « *réduire ou accroître intentionnellement le résultat* » (Copeland, 1968). De telles « *manipulations* » ont suscité de nombreuses études à s'intéresser à la manière et aux raisons auxquelles les dirigeants procèdent afin d'atteindre un tel objectif.

[32] La SEC (*Securities and Exchange Commission*) est l'organisme régulateur du marché financier américain.

La naissance de la notion des *accruals*, au milieu des années 80, avec Healy (1985), a orienté les recherches à l'examen de la gestion des résultats. Considérée comme étant la mesure la plus exhaustive du simple examen de la pratique comptable particulière voir même de portefeuille de méthodes comptables, la partie discrétionnaire des *accruals* constitue la mesure la plus adéquate permettant de détecter l'éventuelle gestion des résultats.

Censés être opportunistes, les dirigeants d'entreprises ont tendance à agir de manière égoïste afin de maximiser leur propre richesse au détriment des autres intervenants de l'entité économique. L'opportunisme constitue en ce sens une intervention de la part des dirigeants dans le processus de présentation de l'information comptable qui se concrétise à travers une gestion stratégique des résultats.

Ce chapitre a examiné la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Les dirigeants recourent à la gestion des résultats pour dissimuler leur comportement opportuniste. Au lieu de distribuer le *free cash flow* aux actionnaires ou aux créanciers de l'entreprise, les dirigeants préfèrent placer cet excédent de trésorerie dans des projets non rentables pour conforter leurs situations. Ces projets agissent négativement sur la situation financière de l'entreprise et justifie, par conséquent, le recours à la gestion des résultats.

Il est communément admis au sein de la communauté comptable et financière que certaines pratiques de gestion des résultats sont susceptibles d'éroder la confiance du public dans le *reporting* financier et d'empêcher une allocation efficiente des flux de capitaux sur les marchés financiers. Ainsi, il s'avère pertinent de s'interroger sur les mécanismes permettant de limiter cette politique opportuniste et de tester la capacité du processus de gouvernement d'entreprise à protéger les intérêts des partenaires de l'entreprise surtout que l'objectif de la gouvernance est de promouvoir la transparence des opérations, de manière à préserver les intérêts des ayants droits. C'est, en effet, l'objet du chapitre suivant qui examine l'impact des mécanismes de gouvernement sur l'attitude des dirigeants en matière de gestion des résultats dans une situation de *free cash flow*. Autrement dit, nous essayerons de voir dans le prochain chapitre l'effet des mécanismes de contrôle dans la modération de la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

CHAPITRE 3 :

L'IMPACT DU MODE DE GOUVERNANCE SUR LA RELATION ENTRE LE *FREE CASH FLOW* ET LA GESTION DES RESULTATS

INTRODUCTION

L'analyse de la gestion des résultats dans un contexte d'agence (présence de *free cash flow*) passe inévitablement par la prise en considération des mécanismes de gouvernement d'entreprise qui constituent un moyen de contrôle et de réduction de cette pratique. Il convient tout d'abord et avant d'étudier l'impact des mécanismes de gouvernement des entreprises sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion de résultats, de définir la notion de gouvernement d'entreprise. Ce concept a été développé dans le cadre de réduction de l'opportunisme des dirigeants et dans une optique de réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants. Le système de gouvernance, qui est la traduction de « *Corporate governance* », est défini par Charreaux (1997, p. 3) comme étant : « *l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ».

Le gouvernement d'entreprise définit un ensemble de procédures permettant d'éviter l'expropriation d'actionnaires, le plus souvent minoritaires par les *insiders* (dirigeants et/ou le groupe des actionnaires exerçant le contrôle). Il aborde les moyens par lesquels les apporteurs de capitaux s'assurent d'avoir un rendement sur leur investissement, de percevoir une partie des profits et d'être sûrs que les *insiders* ne détourent pas les richesses de l'entreprise et n'investissent pas dans des mauvais projets. Le système de gouvernance a pour but d'éviter les conflits d'intérêts entre le dirigeant et les parties prenantes, afin de réduire les coûts d'agence et de maximiser la création de valeur.

La gouvernance est l'ensemble des mécanismes, internes et externes à la firme, qui délimitent les pouvoirs, influencent les décisions des dirigeants et freinent leur opportunisme (Charreaux, 1997). C'est ainsi qu'elle est considérée comme une contrainte à la gestion des chiffres, notamment avec la prolifération des scandales comptables de grandes firmes réputées. Le rôle de la gouvernance prend de l'ampleur comme en témoignent les exigences de la SEC et de la loi de Sarbanes-Oxley (2002). Elle est retenue comme un nouveau critère de cotation sur les grandes places financières. Le rôle de la gouvernance dans l'inhibition de la gestion des résultats et dans la garantie des chiffres fiables est aussi prôné par certains organismes et certains codes de bonnes conduites (Blue Ribbon Committee, 1999 ; Code of Best Practices, 1999 ; Joint Committee on Corporate Governance, 2001 ; Business

Roundtable, 2002 ; Board Conference, 2003). Ces derniers recommandent les bonnes pratiques de gouvernance, à mettre en place, pour garantir la transparence et l'intégrité des chiffres comptables divulgués. De nombreuses recherches académiques ont appréhendé la relation entre les différents mécanismes de gouvernance et la gestion des résultats. Leurs conclusions sont contradictoires, allant des affirmations de l'efficacité de gouvernance dans la maîtrise de la gestion des résultats (Klein, 2002 ; Xie et *al*., 2003 ; Abbott et *al*., 2004 ; Bédard et *al*., 2004 ; Bradbury et *al*., 2006) à des infirmations (Larcker et *al*., 2007). Cependant, toutes les études convergent pour affirmer que l'application des principes de bonne gouvernance est indiscutablement nécessaire pour les limiter les objectifs non louables poursuivis par les dirigeants.

La théorie financière suppose que les différents modes de contrôle peuvent être utilisés par les actionnaires pour contraindre les dirigeants à gérer l'entreprise conformément à leurs intérêts. La structure de l'actionnariat et la composition du conseil d'administration constituent deux systèmes directs de contrôle de la gestion des dirigeants. La concentration de l'actionnariat ou la présence d'actionnaires majoritaires ou institutionnels est supposée avoir un effet positif sur la performance de l'entreprise. De même, la présence de certains administrateurs (notamment experts en comptabilité ou en finance), la part de capital détenu par le conseil d'administration ou le recours à des administrateurs externes supposés plus indépendants et plus compétents que les administrateurs internes, devraient avoir une influence positive sur le contrôle de la gestion des dirigeants.

Ainsi, nous consacrons le présent chapitre à l'étude des différents mécanismes de « *corporate governance* » ainsi qu'à leur interaction avec la gestion des résultats dans une situation de *free cash flow*. Plus précisément, nous examinons l'impact de ces mécanismes de gouvernement sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Nous présentons également l'aspect de la gestion des résultats dans un contexte international pour appréhender l'impact du système juridique du pays sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Dans ce cadre, un ensemble d'hypothèses a été développé.

Section 1 : Impact des mécanismes internes de gouvernement des entreprises sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

Nous développons dans ce qui suit l'impact des différents mécanismes internes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Il est utile de préciser que les mécanismes internes de contrôle étudiés englobent les caractéristiques liées au conseil d'administration et à la structure de propriété.

I. IMPACT DES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR LA RELATION ENTRE LE FREE CASH FLOW ET LA GESTION DES RESULTATS

Le conseil d'administration est l'un des mécanismes de contrôle interne envisagé dans le cadre du gouvernement des entreprises. Ce conseil, organe de surveillance et d'évaluation de la performance des dirigeants, a pour principal objectif l'amélioration de la richesse des actionnaires. En effet, le pouvoir dont dispose le conseil d'administration lui permet d'exercer une surveillance permanente et un suivi quotidien des activités des dirigeants. Il possède la force de recruter, licencier et rémunérer les dirigeants, de ratifier et de surveiller les décisions importantes.

La théorie de l'agence considère le conseil d'administration comme le mécanisme le plus approprié pour discipliner les dirigeants et les contraindre à agir dans l'intérêt des actionnaires. Le conseil d'administration doit donc être en mesure de gérer la relation d'agence entre les dirigeants et les actionnaires à travers la mise en place d'un contrôle efficace des dirigeants.

Au cours de ces dernières années, le fonctionnement de cet organe de contrôle a fait l'objet de nombreux débats par plusieurs organismes régulateurs. Cette attention particulière, portée à ce mécanisme interne de contrôle, a également stimulé l'intérêt de plusieurs chercheurs. Nous disposons, ainsi, d'une littérature abondante analysant l'impact du conseil d'administration sur la performance de l'entreprise. Les résultats de ces études sont dans l'ensemble mitigés et peu concluants.

Les recherches sur le conseil d'administration et son impact sur la performance de l'entreprise se subdivisent en trois catégories. La première s'intéresse à l'impact de la taille du conseil d'administration (Jensen, 1993 ; Yermack, 1996). La seconde met l'accent sur la présence des externes dans le conseil d'administration (Pfeffer, 1981 ; Weisbach, 1988 ; Bhagat et Black, 1999). Quant à la troisième, elle se focalise sur la séparation entre le poste de directeur général et celui du président du conseil d'administration (Fama, 1980 ; Jensen, 1993).

Le conseil d'administration reste l'organe central responsable de la bonne gouvernance des entreprises, et par conséquent de la fiabilité de l'information financière transmise aux partenaires de l'entreprise. Sous cet angle, une surveillance vigilante exercée par le conseil est susceptible d'empêcher la gestion opportuniste des indicateurs comptables par les cadres dirigeants. Or, la vigilance et l'efficacité du conseil d'administration dans sa mission de surveillance dépendent de diverses caractéristiques. Les principales, identifiées d'après les études en gouvernance d'entreprise, sont discutées ci-après. La structure du conseil est essentiellement décrite par la taille de ce dernier, l'indépendance des administrateurs, la séparation des fonctions du président du conseil et du directeur général et l'existence d'un comité d'audit.

1. La taille du conseil d'administration

Le nombre d'administrateurs formant le conseil est un aspect important dans le rôle de contrôle que joue le conseil d'administration. Bien que la capacité de contrôle du conseil d'administration augmente avec le nombre d'administrateurs et qu'un conseil de grande taille présente l'avantage d'être plus riche d'expériences et de compétences, ces avantages peuvent être anéantis par la difficulté de coordonner les contributions individuelles, par les conflits lors de la prise de décisions, par la difficulté de maintenir de bonnes relations entre les membres et par les coûts élevés de communication (Lipton et Lorsh, 1992 ; Jensen, 1993). Récemment, Nekhili et *al*. (2009) trouvent que la taille du conseil d'administration affecte positivement et significativement le niveau de *free cash flow*. L'absence d'une harmonie entre les idées des membres du conseil accroît la marge de manœuvre du dirigeant et aggrave ainsi le problème *de free cash flow*.

Yermack (1996) a prouvé une relation inverse entre la taille du conseil et la valeur de l'entreprise, mesurée par le ratio Q de Tobin à cause de la difficulté de communication et des coûts élevés lors de la prise de décisions communes. En outre, les marchés financiers réagissent positivement suite à l'annonce de la réduction de la taille du conseil, de même, une décision d'agrandir le conseil réduit la valeur boursière de l'entreprise (Eisenberg et *al*., 1998). En revanche, Pearce et Zahra (1992) trouvent que les entreprises ayant un conseil d'administration de grande taille réalisent de meilleures performances. Ce même résultat est confirmé par Dalton et *al*. (1999) qui montrent que cette relation positive entre la taille du conseil et la performance des entreprises est plus intense pour les petites entreprises.

Cette divergence des résultats permet de conclure qu'il n'y a pas de consensus sur l'impact de la taille du conseil d'administration sur sa capacité de surveillance. Certains plaident en faveur d'une plus grande taille. D'autres, au contraire, montrent qu'un nombre réduit d'administrateurs renforce le contrôle du conseil d'administration.

Fama et Jensen (1983) indiquent que la fonction la plus importante du conseil est d'atténuer les coûts d'agence résultants de la séparation de la propriété et du contrôle. Plus la taille du conseil est importante, plus la surveillance du conseil est faible. Lorsque la taille du conseil est large, la communication entre les membres du conseil est plus difficile. Ainsi, la fonction du conseil est moindre lorsqu'il y a plusieurs membres dans le conseil. Jensen (1993) montre que les dirigeants sont plus orientés de s'engager dans une gestion des résultats lorsque la surveillance du conseil est faible. Dechow et *al*. (1996) trouvent également que le conseil est plus large dans les entreprises qui s'engagent dans une gestion des résultats que celles qui ne s'engagent pas dans une gestion des résultats. En outre, Fuerst et Kang (2000) montrent que la taille du conseil est négativement reliée à la valeur de l'entreprise.

Dans le même ordre d'idées, Beasley (1996) trouve que la probabilité de commission de fraudes au niveau des états financiers est une fonction croissante de la taille du conseil d'administration. Plus récemment, Kao et Chen (2004) supposent que plus le conseil est large, plus l'étendue de la gestion des résultats est élevé. La taille du conseil est mesurée par le nombre de ses membres, quant à la gestion des résultats, elle est mesurée par les *accruals* discrétionnaires. Plus spécifiquement, les auteurs utilisent les deux mesures suivantes : total des *accruals* discrétionnaires et les *accruals* courants discrétionnaires (Teoh et *al*., 1998). Kao

et Chen (2004) confirment l'hypothèse posée et trouvent que l'étendue de la gestion des résultats est positivement liée à la taille du conseil. Plus spécifiquement, plus la taille du conseil est large, moins son rôle de contrôle est actif. Lorsqu'il y a plusieurs membres dans le conseil, il est plus difficile à ces derniers de surveiller la gestion de l'entreprise.

Toutefois, certaines études effectuées dans le cadre de la gouvernance des entreprises et la gestion des résultats trouvent des résultats contraires à ce qui était attendu. En effet, ces recherches trouvent que les conseils d'administration de grande taille semblent réduire la pratique de gestion des résultats (Chtourou et *al*., 2001 ; Xie et *al*., 2003). Ces derniers prédissent qu'un grand nombre d'administrateurs siégeant dans le conseil d'administration aide à contrôler efficacement la gestion du résultat. Selon leur point de vue, un conseil d'administration de grande taille a plus de possibilité d'avoir des administrateurs indépendants suffisamment expérimentés, ce qui aide à atténuer les tentatives de la gestion des résultats.

Ainsi, la majorité des études soulignent une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la gestion des résultats. Nous essayons d'examiner l'effet d'une telle variable sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. D'où l'hypothèse suivante :

H 2 : Un conseil d'administration de petite taille modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

2. L'indépendance des membres du conseil d'administration

L'indépendance des administrateurs est probablement considérée comme étant la dimension la plus fondamentale du conseil d'administration et la plus étudiée en littérature. Les chercheurs en gouvernance et les rapports de gouvernement d'entreprise (Cadbury, 1992 ; Hampel, 1998 ; Viénot, 1999…) soutiennent l'idée que les administrateurs externes indépendants sont les mieux placés pour contrôler le dirigeant. Tout d'abord, ces administrateurs peuvent utiliser leurs compétences particulières et leurs détachements pour apporter une vision critique des problèmes ou projets soumis par les dirigeants (Charreaux et Pitol-Belin, 1990). En outre, ils fournissent leur point de vue indépendant et impartial leur

permettant d'exercer un jugement objectif de la performance des dirigeants. Enfin, les administrateurs externes sont supposés avoir intérêt à maximiser la valeur de leur capital humain, fortement liée à leur réputation d'expert indépendant sur le marché des administrateurs (Fama, 1980).

En théorie, il est possible de distinguer les administrateurs externes indépendants, qui semblent n'entretenir aucune relation (à part leurs appartenances au conseil d'administration) de quelque nature que ce soit avec l'entreprise ou son groupe, de deux autres groupes d'administrateurs :

- D'une part, les administrateurs internes qui comprennent les employés de l'entreprise, de sa société mère ou de l'une de ses filiales. Ces administrateurs n'ont pas suffisamment de pouvoir pour contester les choix du dirigeant ou s'opposer à ses décisions puisqu'ils sont hiérarchiquement ses subordonnés et ils risquent de compromettre leurs avenirs dans l'entreprise. Cependant, leur présence peut se justifier par un apport de connaissances spécifiques de l'entreprise et de son environnement.
- D'autre part, les administrateurs externes affiliés qui englobent les administrateurs ayant des relations d'affaires avec l'entreprise ou ses gestionnaires sans pour autant être employés de l'entreprise (banquiers, fournisseurs, anciens employés de l'entreprise…). Ces membres affiliés sont moins susceptibles d'exercer leur rôle de contrôle que les administrateurs externes indépendants en raison de leurs relations avec les gestionnaires en place.

Bien que les deux groupes (internes, externes) présentent des avantages et des inconvénients, la plupart des chercheurs préfère les conseils dominés par des externes. En effet, les administrateurs externes sont plus efficaces vu qu'ils sont indépendants du management (Baysinger et Butler, 1985). Diverses études empiriques ont d'ailleurs montré que le comportement des conseils d'administration composés d'une fraction élevée de membres indépendants était différent, sur certains aspects au moins (remplacement des dirigeants, réaction aux offres publiques, etc..), de celui des conseils d'administration où siégeaient peu ou pas de membres indépendants (Godard et Schatt, 2000). En outre, certaines études ont détecté une réaction positive des cours suite à la nomination d'un administrateur

externe (Rosenstein et Wyatt, 1990), ainsi qu'un effet négatif de la réduction d'un externe du conseil (Brickley et *al*., 1994). Weisbach (1988) montre que les conseils composés principalement par des externes confrontent plus rapidement la faible performance des dirigeants par rapport aux autres conseils. D'un autre côté, les administrateurs internes sont mieux informés sur l'entreprise et son environnement que les administrateurs externes. C'est pourquoi leurs expériences peuvent améliorer la performance de l'entreprise (Bhagat et Black, 1999).

Ainsi, la question sur la composition optimale du conseil d'administration n'a pas été tranchée. En effet, Hermalin et Weisbach (1991) et Bhagat et Black (1999) n'ont trouvé aucune relation entre la performance et la composition du conseil. De même, Rosenstein et Wyatt (1990) ont prouvé qu'aussi bien la nomination d'un membre externe dans un conseil dominé par des internes, que la nomination d'un interne dans un conseil dominé par des externes, améliore la richesse des actionnaires.

Il est clair que les résultats de plusieurs études soulignent que la présence d'administrateurs externes indépendants augmente l'efficacité dans la surveillance et le contrôle des dirigeants. Richardson (2006) supposent que les administrateurs externes sont capables d'identifier les situations potentielles de surinvestissement et ont plus d'aptitude à empêcher tout abus de la part des dirigeants dans l'utilisation des fonds disponibles. L'auteur trouve, que les entreprises, dégageant du *free cash flow* et dont la fraction des administrateurs externes dans le conseil est importante, surinvestissent moins que les entreprises présentant une faible proportion des administrateurs externes dans leur conseil. En revanche, Nekhili et *al*. (2009) trouvent que la présence des administrateurs externes au conseil d'administration n'a pas d'effet significatif direct sur le niveau de *free cash flow* et non plus indirect à travers la politique de distribution de dividendes.

D'une manière générale, les administrateurs externes indépendants sont plus susceptibles de limiter la discrétion des dirigeants entre autre au niveau des choix comptables. Toutefois, les études qui ont examiné la relation entre la surveillance du conseil d'administration et le *reporting* financier sont généralement focalisées sur les violations des principes comptables généralement admis (PCGA). Par exemple, Beasley (1996) trouve que la fraude des états financiers aux États-Unis est faible chez les entreprises dont la proportion

des externes est relativement élevée. Dechow et *al*. (1996) trouvent des résultats similaires pour le cas des entreprises faisant l'objet d'une enquête de la SEC pour violation des principes comptables généralement reconnus. Ces études montrent une relation entre les grosses violations des principes comptables et la structure du conseil d'administration. Cependant, quel est le sort d'une telle relation pour une gestion des résultats plus subtile permise par les principes comptables généralement admis (PCGA) ?

Les études de Peasnell et *al*. (2000, 2005) sur des entreprises britanniques, de Chtourou et *al*. (2001) et de Klein (2002) sur des entreprises américaines et celle de Jeanjean (2002) sur des entreprises françaises ont toutes trouvé que les entreprises dont les conseils d'administration incluent un pourcentage élevé d'administrateurs externes ont une faible tendance à s'engager dans une pratique de gestion des résultats. Dans un contexte Taiwanais, Kao et Chen (2004) soulignent que les investisseurs peuvent compter sur l'information publiée dans les états financiers lorsqu'il y a plus d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. Plus récemment, Peasnell et *al*. (2005) trouvent que l'indépendance du conseil d'administration limite la gestion des résultats à la hausse. En revanche, les auteurs ne trouvent aucun support que les administrateurs externes contraignent l'étendue des manipulations à la baisse lorsque les résultats avant la manipulation excédent le seuil désiré. Ces résultats soulignent que la surveillance des administrateurs externes est asymétrique, vu que leur principale attention est focalisée à l'atténuation des manipulations d'augmentation des résultats.

Par ailleurs, Xie et *al*. (2003) n'a pas conclut à une relation significative entre l'indépendance du conseil d'administration et la gestion des résultats. En effet, les résultats de leur étude montrent que la gestion des résultats survient moins dans les entreprises dont le conseil comporte plus d'administrateurs indépendants et ayant des compétences en gestion. Xie et *al*. (2003) soulignent qu'un administrateur ayant des compétences en finance et en gestion est plus familiarisé avec les outils utilisés pour gérer les résultats et capable de mieux cerner les conséquences de telles manipulations.

Globalement, ces études soutiennent les assertions des rapports de gouvernement d'entreprise que la surveillance par des administrateurs indépendants permet de protéger les actionnaires, de réduire l'étendue de l'opportunisme managérial et par conséquent

d'augmenter l'intégrité de l'information fournie par les états financiers. A ce niveau, la question suivante se pose : la présence des administrateurs indépendants réduit-elle le niveau de *free cash flow* qui constitue une incitation pour les dirigeants à gérer les résultats ?

D'où l'hypothèse suivante :

H 3 : La présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

3. Le cumul des fonctions de chef de direction et de président du conseil d'administration

Dans la littérature portant sur la séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil d'administration, les avis divergent : certains soutiennent la dualité, d'autres la dénoncent.

Les partisans de la dualité estiment qu'il est important que l'entreprise soit dirigée par une seule personne. Ils avancent que le cumul des deux fonctions permet d'avoir un leadership clair dans une perspective de formulation et de mise en œuvre de la stratégie et il devrait par conséquent conduire à une performance supérieure (Godard, 1998). De plus, ils soutiennent que la séparation des fonctions dilue le pouvoir du dirigeant et augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil d'administration soient en contradiction ce qui peut créer une certaine rivalité entre ces derniers. Peu d'études supportent ce courant théorique et montrent que le cumul des fonctions améliore la performance de l'entreprise (Donaldson et Davis, 1991 ; Boyd, 1995 ; Godard et Schatt, 2000).

A contre courant, un grand nombre d'auteurs affirment que la dualité apparaît comme une entrave à la séparation des fonctions de décision et de contrôle. Mizruchi (1983), Patton et Baker (1987) et Daily et Dalton (1993) précisent que la dualité remet en cause l'indépendance du conseil d'administration dans la mesure où elle accorde un rôle influent au dirigeant. De même, Beasley et Salterio (2001) suggèrent qu'une méthode efficace pour limiter la capacité du dirigeant à entraver le contrôle des administrateurs externes soit de séparer les positions clés du dirigeant et du président du conseil.

De plus, une forte concentration du pouvoir peut être à l'origine d'un comportement opportuniste et inefficient de la part du dirigeant, qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Jensen (1993) recommande alors de distinguer le poste de président du conseil de celui de chef de la direction pour réduire le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et assurer l'efficacité du conseil d'administration. Ce qui permet donc de limiter les coûts d'agence relatifs au problème de *free cash flow*. En revanche, Nekhili et *al*. (2009) notent que le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil d'administration, s'il ne favorise pas une distribution de dividendes, permet de limiter le niveau du *free cash flow*.

Comme en matière de taille, les travaux empiriques ne permettent pas de confirmer la supériorité d'une structure sur l'autre. Pour Rechner et Dalton (1991), la dissociation des fonctions apparaît préférable, alors que Brickley et *al*. (1997) concluent que le cumul des fonctions présente de réels avantages pour les actionnaires.

Plusieurs rapports dans le monde (Cadbury, 1992 ; Viénot, 1995 ; Hampel, 1998) recommandent la séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général pour que les missions du conseil d'administration soient accomplies de manière efficace et d'une manière indépendante du chef de la direction. En effet, la séparation entre les fonctions de gestion et de contrôle dans les grandes organisations est un moyen de limitation de la probabilité de production d'états financiers frauduleux (Dechow et *al*., 1996 ; Beasley, 1996). Dechow et *al*. (1996, p. 3) stipulent que « *…Notre analyse de la structure du gouvernement des entreprises indique que la probabilité de la manipulation des résultats est systématiquement liée à la faiblesse dans les mécanismes de contrôle interne. Par exemple, le cumul entre les fonctions de directeur général et du président du conseil augmente la probabilité de produire des états financiers non conformes aux principes comptables généralement admis…* ». De même, Loebbecke et *al*. (1989) ainsi que Park (2000) signalent l'existence d'un lien positif entre le cumul des rôles, d'une part, et la fraude ainsi que les litiges provoqués entre les gestionnaires et les vérificateurs externes, d'autre part. Beasley (1996) montre également, dans le contexte américain, que le groupe d'entreprises frauduleuses se caractérise par un cumul de fonctions par rapport aux entreprises non frauduleuses.

Pour ce qui est de l'impact de la séparation entre les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration sur la gestion des résultats, Peasnell et *al*. (2005) et Chtourou et *al*. (2001) trouvent que le cumul de ces deux fonctions est positivement lié à la gestion des résultats. Nous supposons alors que la séparation entre les deux fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration permet de modérer la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats, d'où l'hypothèse suivante :

H 4 : La séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

4. Présence d'un comité d'audit au sein du conseil d'administration

Plusieurs rapports (*Treadway* aux États-Unis, *Cadbury* au Royaume Uni, *Viénot* en France, Rapport de *Toronto Stock Exchange* au Canada) recommandent l'implantation de comités spécialisés (comité d'audit, de rémunération, de nomination,…) et insistent sur le renforcement du rôle joué par le conseil d'administration dans la surveillance du comportement des gestionnaires et la veille sur les intérêts des actionnaires.

Le conseil d'administration peut donc conduire sa fonction ou la déléguer à des comités dont le comité d'audit. La fonction primaire du comité d'audit est de surveiller le processus de *reporting* financier de l'entreprise. Il accomplie cet objectif en se réunissant régulièrement avec les auditeurs externes de l'entreprise et les dirigeants internes financiers pour réviser les états financiers de l'entreprise, le processus d'audit, et le contrôle interne. Sa taille est un facteur important de l'efficacité de son contrôle (Beasley, 1996 ; Carcello et Neal, 2003). Les codes de bonnes pratiques de gouvernance recommandent que la taille du comité soit entre trois et cinq membres. En plus de la taille, les codes de bonnes pratiques de gouvernance suggèrent que le comité d'audit soit indépendant. Les rapports *Viénot* précisent que les administrateurs indépendants doivent représenter au moins un tiers des membres du comité, sachant que le comité doit comprendre au moins trois administrateurs. Le rapport Bouton recommande que la proportion de membres indépendants soit portée à deux tiers. Toutefois, Klein (2002) insiste sur l'importance de l'existence d'un interne dans ce comité. Pour être efficace, un comité d'audit doit être actif. Les travaux antérieurs considèrent le nombre de réunions du comité d'audit comme une mesure de son activité (Abbott et *al*.,

2000). Parmi les bonnes pratiques, il faut avoir au moins une réunion par trimestre. En outre, les codes de bonnes pratiques de gouvernance recommandent l'existence d'au moins un membre expert en finance ou en comptabilité. L'indépendance à elle toute seule ne suffit pas. C'est une condition nécessaire mais insuffisante pour contrôler les dirigeants. En effet, l'expertise des membres du comité améliore la qualité des rapports financiers et évite le problème de gestion des résultats (Beasley, 1996 ; Carcello et Neal, 2003).

L'existence d'un comité d'audit peut être vue comme indicateur de surveillance de haute qualité et devra avoir un effet significatif sur la réduction des manipulations comptables. Pincus et *al*. (1989) ont mis l'accent sur la contribution de ce comité à réduire les problèmes d'agence et à exercer une action préventive contre les actions opportunistes des dirigeants. Un nombre croissant d'études s'intéresse à la relation entre le comité d'audit ou certaines de ses caractéristiques d'efficacité et la gestion des résultats comptables. Elles tendent à mettre en évidence un effet inhibiteur de l'indépendance ou de l'expertise du comité sur l'ampleur des *accruals* discrétionnaires. Defond et Jiambalvo (1991) montrent que les entreprises qui présentent des erreurs comptables sont moins probables d'avoir des comités d'audit. Dechow et *al*. (1996) font le même constat à partir d'un échantillon d'entreprises sanctionnées par la SEC.

Klein (2002) trouve que l'indépendance du comité d'audit, mesurée par la proportion d'administrateurs indépendants, a un effet réducteur sur les *accruals* discrétionnaires des sociétés du S&P500. Dans le même cadre, Chtourou et *al*. (2001) trouvent que la propension à gérer à la hausse diminue en fonction de trois caractéristiques du comité d'audit : la proportion de membres indépendants, le fait que le comité soit officiellement mandaté pour superviser les états financiers et les auditeurs externes, et le fait qu'il soit composé uniquement d'administrateurs indépendants se réunissant plus de deux fois par année. Toutefois, Xie et *al*. (2003), travaillant également sur des sociétés du S&P500 en 1992, 1994 et 1996, observent que la proportion d'administrateurs indépendants au sein du comité d'audit n'affecte pas les *accruals* discrétionnaires relatifs au fonds de roulement.

Au Royaume-Uni, sur la période 1993-1995, Peasnell et *al*. (2000) ne constatent pas d'influence directe liée à la présence d'un comité d'audit sur les manipulations du fond de roulement. En outre, Peasnell et *al*. (2005) ne soutiennent pas l'idée selon laquelle la présence

d'un comité d'audit affecte l'étendue des manipulations d'augmentation des résultats pour atteindre ou excéder les seuils désirés. Le comité d'audit n'a pas également d'effet direct sur le degré de gestion des résultats à la baisse lorsque les résultats avant manipulation excédent le seuil désiré. Les auteurs justifient l'incapacité a prouvé l'effet du comité d'audit par le fait qu'un tel comité est présent dans la majorité des entreprises de l'échantillon.

Piot et Janin (2007) trouvent que la présence d'un comité d'audit au sein du conseil d'administration, et uniquement cette présence, a un effet réducteur sur les *accruals* discrétionnaires, révélant ainsi une tendance plus marquée au conservatisme. En revanche, ni l'indépendance, ni la compétence de cet organe, ne semblent avoir un impact significatif sur les différentes composantes du résultat comptable. Ils proposent d'encourager les régulateurs et les autorités de marché à poursuivre leurs efforts sur le terrain des comités d'audit, et notamment à intensifier les recommandations relatives à la composition de cet organe.

Ainsi, les études antérieures portant sur les comités d'audit ainsi que les différents rapports portant sur le gouvernement d'entreprise suggèrent l'hypothèse suivante : la présence d'un comité d'audit modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Après les scandales de fraude comptable fortement médiatisés, dont les conséquences furent lourdes pour l'économie avec pour point culminant la dissolution d'un cabinet international d'audit, le gouvernement américain s'est vu obligé de renforcer la législation nationale en termes de gouvernance d'entreprise et a soumis au Congrès la loi Sarbanes-Oxley (*Sarbanes-Oxley Act*) qui a été votée le 23 janvier 2002. Avec la loi *Sarbanes-Oxley*, pour la première fois aux États-Unis, un texte légal au niveau fédéral définit la notion du comité d'audit et impose des normes formelles quant à ses membres, son fonctionnement et ses ressources. Ainsi, la constitution et le fonctionnement des comités d'audit sont devenus plus réglementés. Selon le *Sarbanes Oxley Act* (2002), le comité d'audit constitue un organe à part entière qui a ses propres devoirs et responsabilités, et qui doit veiller à l'indépendance de tous ses membres. Il se voit investi de tout pouvoir de superviser le processus d'audit, résoudre tout désaccord qui pourrait intervenir entre les auditeurs et les dirigeants ainsi que d'examiner tout rapport émis par l'auditeur. Le comité d'audit doit aussi pré-approuver l'engagement d'un auditeur.

Contrairement à la nouvelle réglementation américaine, l'approche française sur les comités d'audit est plus flexible et moins exigeante. La législation française définit le comité d'audit comme un simple corps consultatif émanant du conseil d'administration. Elle ne se prononce pas sur la composition, les attributions et le fonctionnement du comité, en laissant ainsi le choix du mode d'organisation s'effectuer selon les besoins de l'entreprise[33].

Pour pouvoir comparer les résultats obtenus pour la France et les États-Unis, la variable « présence d'un comité d'audit au sein du conseil d'administration » ne sera pas incluse dans notre modèle empirique à cause des différences de réglementation. En effet, l'obligation d'avoir un comité d'audit au sein du conseil d'administration des entreprises américaines rend invariables les données relatives à la présence d'un comité d'audit.

II. IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA RELATION ENTRE LE *FREE CASH FLOW* ET LA GESTION DES RESULTATS

La littérature financière considère souvent la structure de propriété comme étant le mécanisme principal de la gouvernance qui affecte la performance de l'entreprise. Dans ce cadre, plusieurs chercheurs (Hermalin et Weisbach, 1991 ; Himmelberg et *al*., 1999) considèrent la propriété managériale comme solution évidente aux conflits d'agence qui permet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. En outre, la présence importante de plus en plus d'investisseurs institutionnels[34] dans le capital de l'entreprise constitue un moyen de surveillance efficace des actions des dirigeants (Pound, 1988 ; Duggal et Millar, 1999). L'importance de leur participation sur un horizon long et les coûts élevés qu'ils supportent en cas d'une liquidation de leurs actions les motivent à exercer un contrôle efficace sur les dirigeants et à améliorer la valeur de l'entreprise. Dans le même esprit, Shleifer et Vishny (1997) montrent que la présence de détenteurs de blocs d'actions peut contraindre les dirigeants à agir de façon à maximiser la valeur de l'entreprise. En effet, les

[33] Le code de commerce français ne contient actuellement aucune disposition portant directement sur le comité d'audit. De même, la nouvelle loi relative à la sécurité financière (L. 2003-706 du 1er août 2003) ne comporte pas de dispositions exigeant la mise en place de comités d'audit. Récemment, une loi européenne, votée le 17 décembre 2008, impose la présence d'un comité d'audit dans les sociétés cotées et dans les entreprises financières. Par l'instauration de comité d'audit, la directive entend augmenter les garanties quant à la qualité de l'information financière, et ainsi renforcer la confiance du public dans le caractère sincère et complet de cette information.

[34] Sont considérés comme investisseurs institutionnels, les banques, les sociétés d'investissement et les compagnies d'assurances.

actionnaires majoritaires peuvent influencer les votes lors des assemblées générales et mobiliser plus aisément des moyens plus importants pour contrôler les dirigeants et protéger leurs investissements.

Dans le cadre de cette recherche, nous nous intéressons à deux aspects de l'actionnariat à savoir la concentration du capital et la nature des actionnaires (actionnaires dirigeants).

1. La concentration du capital (Actionnaire de référence)

Demsetz (1983), Shleifer et Vishny (1986), Agrawal et Knoeber (1996), ainsi que Denis et *al*. (1997) suggèrent que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. En effet, dans une entreprise dont le capital est très dispersé, aucun des propriétaires n'est incité à investir dans le contrôle des dirigeants car il sera seul à en supporter le coût alors que l'ensemble des actionnaires bénéficiera de cette action. Il est donc possible d'observer des comportements de « *free rider* »[35] au sein d'un actionnariat diffus et par conséquent les dirigeants peuvent laisser libre cours à leur opportunisme dans la gestion de l'entreprise. En revanche, les actionnaires détenant une part significative du capital pourront trouver un intérêt à assumer le contrôle des dirigeants dans la mesure où ils s'approprieront une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés. Leur incitation à agir constitue la meilleure garantie de leur efficacité et probablement la moins onéreuse en termes de coûts d'agence. Ces actionnaires majoritaires disposent également d'avantages importants par rapport à un ensemble d'actionnaires minoritaires isolés. D'abord, ils peuvent mobiliser plus aisément des moyens importants pour contrôler les dirigeants et protéger leurs investissements. De plus, le nombre des voix qu'ils possèdent leur permet d'influencer les votes lors des assemblées générales ou éventuellement convaincre les petits actionnaires d'adhérer à leurs décisions et de les soutenir en cas d'opposition avec la direction de l'entreprise. *A contrario*, Del Brio et *al*. (2003) et Pindado et De la Torre (2009), soutiennent plutôt l'hypothèse de la passivité des détenteurs de blocs de contrôle externes vu l'accès limité de ces investisseurs à toutes les informations détenues par les dirigeants. Ces derniers ne maîtrisent pas nécessairement le montant et les composantes du *free cash flow* présent dans l'entreprise, et sont donc incapables de réagir,

[35] Certains actionnaires tirent des bénéfices de l'action des autres sans en payer les coûts.

suite à sa variation, par l'accroissement ou la diminution de l'endettement. Cette même interprétation est également avancée par Nekhili et *al*. (2009) qui trouvent que la concentration de propriété, mesurée par le pourcentage du capital détenu par les gros actionnaires détenant au moins 20%, agit positivement et significativement sur le niveau de *free cash flow*. Par ailleurs, les auteurs trouvent que les détenteurs de blocs de contrôle encouragent la distribution des flux excédentaires sous forme de dividendes. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que l'objectif d'augmenter la distribution de dividendes est d'éviter la confrontation avec les actionnaires minoritaires et non pas celui de limiter les flux excédentaires.

Plusieurs travaux (Defond et Jiambalvo, 1991 ; Dechow et *al*., 1996 ; Chtourou, 2000 ; Core, 2000) confirment que les détenteurs de blocs de contrôle sont plus disposés à agir dans l'intérêt des actionnaires et de freiner le comportement discrétionnaire des dirigeants en matière de gestion des résultats. Dechow et *al*. (1996) suggèrent que les détenteurs de blocs de contrôle améliorent la crédibilité des états financiers en fournissant un examen minutieux des activités de gestion des résultats de l'entreprise. Core (2000) montre également, qu'à la présence des détenteurs de blocs de contrôle, les dirigeants sont plus inclinés à agir dans l'intérêt des actionnaires et doivent réduire la probabilité de fraude dans les états financiers pour éviter tout litige. De son côté, Chtourou (2000) montre, sur un échantillon de 300 entreprises américaines, une relation significativement négative entre la gestion des résultats d'une part et le pourcentage cumulé de blocs d'actions détenus par les investisseurs détenant plus de 5% et n'ayant aucune relation avec la direction, d'autre part. Cependant, cette relation devient positive pour les investisseurs détenant des blocs d'actions et ayant des transactions avec l'entreprise. Ces résultats suggèrent ainsi que les détenteurs de blocs d'actions indépendants contrôlent d'une manière efficace le processus d'établissement des états financiers et permettent de freiner le comportement discrétionnaire des dirigeants en matière de gestion des résultats. Toutefois, ceux qui ont une relation avec l'entreprise tolèrent un niveau plus important des *accruals* discrétionnaires.

Plus récemment, Lopez Iturriaga et Hoffmann (2005) trouvent un coefficient négatif entre la proportion de propriété détenue par l'actionnaire majoritaire et les *accruals* anormaux, confirmant l'hypothèse selon laquelle une forte concentration de la propriété réduit

les *accruals* discrétionnaires. Les auteurs soulignent que la structure de capital[36] et la structure de propriété agissent d'une manière complémentaire et non pas en tant que mécanismes alternatifs de gouvernement d'entreprise.

De ce fait, nous nous attendons à ce que les détenteurs de blocs de contrôle exercent une surveillance étendue au niveau de l'établissement des états financiers, aboutissant ainsi à des états financiers plus fiables. Plus particulièrement, nous supposons qu'ils imposent plus de surveillance dans le cas des entreprises ayant un *free cash flow* élevé, d'où l'hypothèse suivante :

H 5 : La présence de détenteurs de blocs de contrôle modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

2. La propriété managériale

La propriété managériale a été largement citée dans la littérature comme un mécanisme de gouvernance assurant l'alignement des intérêts. Jensen et Meckling (1976) considèrent que les problèmes d'agence peuvent être réduits lorsque les dirigeants sont propriétaires d'une part du capital de l'entreprise qu'ils gèrent. Cette thèse de la convergence des intérêts (Morck et *al*., 1988) énonce que plus le pourcentage de capital détenu par le dirigeant augmente, plus l'écart entre les intérêts des actionnaires et de la direction se réduit, diminuant du même coup l'incitation des dirigeants à adopter un comportement opportuniste. En d'autres termes, le dirigeant détenant une portion élevée des actions a peu d'intérêt à maximiser sa richesse personnelle par des comportements opportunistes préjudiciables pour le patrimoine de l'entreprise, puisqu'il en subit les contrecoups (baisse de la valeur de ses actions). Cette participation permet d'aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires et d'assurer donc une bonne utilisation des flux disponibles dans le but de maximiser la richesse des actionnaires. Dans ce cadre, Nekhili et *al*. (2009) montrent que la présence des dirigeants-actionnaires permet une utilisation plus efficace des flux excédentaires et une meilleure maîtrise du niveau de *free cash flow*. En plus, les auteurs

[36] Lopez Iturriaga et Hoffmann (2005) trouvent également une relation négative entre la dette et les *accruals* discrétionnaires.

trouvent que les dirigeants-actionnaires agissent plutôt directement sur le niveau des flux excédentaires, qu'indirectement à travers une distribution soutenue des dividendes.

La thèse de la convergence des intérêts a été nuancée par deux thèses : la thèse de la neutralité de la structure de propriété et la thèse de l'enracinement. Selon la thèse de la neutralité, la structure de propriété n'a aucun effet sur la performance à cause du contrôle interne et externe exercé sur le dirigeant (Demsetz, 1983). Quant à la thèse de l'enracinement, elle stipule que la structure de propriété a un effet négatif sur la valeur de l'entreprise. En effet, les dirigeants, possédant des parts importantes de l'entreprise, bénéficient d'un grand pouvoir, ce qui peut réduire l'efficacité des mécanismes de contrôle et rendre la rentabilité tributaire de leurs présences (Denis et *al*., 1995).

Une autre thèse est venue contredire toutes les autres en dénonçant la relation linéaire monotone entre la structure de propriété et la performance de l'entreprise (Morck et *al*., 1988 ; McConnell et Servaes, 1990 ; Hermalin et Weisback, 1991). Les études relatives à cette thèse montrent que la relation entre la propriété managériale et la performance de l'entreprise passe d'un alignement des intérêts à un enracinement et à un alignement de nouveau, au fur et à mesure que la propriété managériale augmente. Une explication possible à cette non-linéarité a été fournie par Stulz (1990). A un niveau de propriété donné, le dirigeant peut négliger certains mécanismes de gouvernance et gère, par conséquent, l'entreprise selon ses propres intérêts, ce qui aggrave le conflit entre dirigeants et actionnaires.

Plusieurs recherches se sont intéressées à l'examen de l'impact de la propriété managériale sur la qualité du processus d'établissement des états financiers, en d'autres termes sur la gestion des résultats (Warfield et *al*., 1995 ; Dechow et *al*., 1996 ; Chtourou, 2000 ; Park, 2000…).

Dhaliwal et *al*. (1982) montrent que les firmes gérées par des gestionnaires non-propriétaires sont plus susceptibles de choisir des méthodes et pratiques qui augmentent les résultats que celles dirigées par des gestionnaires propriétaires. Warfield et *al*. (1995) montrent que les choix comptables sont liés au niveau du capital détenu par les dirigeants. Plus précisément, ils trouvent que l'ampleur des *accruals* discrétionnaires est plus grande chez l'entreprise dont la participation des dirigeants est plus faible. Par ailleurs, Park (2000)

prouve qu'à mesure que la participation du dirigeant dans le capital augmente, ce dernier agit comme un actionnaire et ceci se reflète, entre autres, au niveau de la production des états financiers plus fiables.

Plusieurs autres études ont pu vérifier la relation négative entre le pourcentage d'actions détenues par les dirigeants et la gestion du résultats (Niehaus, 1989 ; Dempsey et *al*., 1993 ; Peasnell et *al*., 2005…). Toutefois ce rôle actif de la propriété managériale dans le contrôle des dirigeants et dans la réduction de son comportement discrétionnaire n'a pas pu être validé par toutes les recherches. Chtourou (2000) a trouvé que le pourcentage cumulé d'actions détenues par les gestionnaires ne semble pas affecter les *accruals* discrétionnaires. En effet, elle a constaté que le coefficient associé à l'actionnariat des dirigeants n'est pas significatif.

En outre, Klein (2002) trouve une relation positive entre la gestion du résultat et le pourcentage d'actions détenu par les dirigeants. Il estime que les dirigeants utilisent la gestion du résultat afin d'augmenter leur participation, ce résultat a été trouvé également par Yermack (1997) et Aboody et Kasznik (2000). Ces derniers montrent que les dirigeants gèrent le résultat espéré par les investisseurs vers le bas avant la préparation des plans d'actions sur options « *stocks options* » et ce afin d'augmenter la valeur de leur récompense. De même Baker et *al*. (2003) soulignent que les dirigeants qui reçoivent une grande partie de leur récompense sous forme de « *stocks options* » utilisent les *accruals* discrétionnaires pour annoncer une faible performance afin de dissimuler temporairement les prix des actions.

Nous prétendons qu'à mesure que la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise augmente, ce dernier agira davantage comme un actionnaire. Ceci se reflète par une limitation du problème de *free cash flow* et par la production des états financiers plus fiables, d'où l'hypothèse suivante :

H 6 : La participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Section 2 : Impact des mécanismes externes de gouvernement des entreprises sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

Dans cette section, nous nous intéressons particulièrement à étudier l'impact de trois mécanismes externes de gouvernement des entreprises, à savoir la qualité de l'audit externe, le niveau de l'endettement et la distribution des dividendes, sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

I. QUALITE DE L'AUDIT EXTERNE

L'auditeur est considéré comme un véritable vecteur pour la discipline des dirigeants opportunistes. Jensen et Meckling (1976) soulignent que l'auditeur externe fait partie intégrante du processus de contrôle des dirigeants et qui à côté d'autres mécanismes aboutit à l'alignement des intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. Par ailleurs, Short et *al*. (1999) précisent que la demande de l'information comptable auditée est un aspect fondamental de gouvernement des entreprises dans la mesure où elle permet de réduire l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires.

La mission de l'auditeur est de veiller à la bonne application des règles comptables et d'émettre une opinion motivée sur les comptes de l'entreprise. Les auditeurs jouent un rôle de contrôle externe déterminant susceptible de limiter les pratiques de gestion des résultats. Cependant, tous les auditeurs ne présentent pas les mêmes garanties de compétence et d'indépendance, ce qui peut se traduire par un contrôle de qualité variable selon les auditeurs. La qualité de l'audit externe est définie par DeAngelo (1981) comme étant « *l'appréciation par le marché de la probabilité jointe qu'un auditeur donné va simultanément découvrir une anomalie significative dans le système comptable de l'entreprise cliente et mentionner cette anomalie* » (DeAngelo, 1981 ; p. 186).

La capacité d'un auditeur à se montrer rigoureux et indépendant est appréciée par sa réputation. En effet, la réputation des auditeurs est prônée et elle même rémunérée par le marché (Asthana et *al*., 2004 ; Krishnamurthy et *al*., 2006). Elle assure la transparence de la qualité des états financiers. En effet, les auditeurs réputés n'ont pas intérêt à ternir leur réputation pour valider des rapports inexacts. Plusieurs travaux tendent à démontrer que les

grands cabinets d'audit les « *Big Eight* », (devenus aujourd'hui les « *Big Four* »[37]) permettent une meilleure vérification de la sincérité et de la régularité des états financiers attribuée à la haute qualité d'audit de ces cabinets (DeAngelo, 1981 ; Palmrose, 1988 ; Teoh et Wong, 1993 ; Graswell et *al*., 1995). Ces cabinets sont statistiquement plus conservateurs dans la formulation de leur opinion et plus aptes à contenir les pratiques comptables discrétionnaires. De nombreux travaux académiques tendent à établir une relation négative entre divers substituts de qualité du processus d'audit, notamment la réputation et l'indépendance de l'auditeur externe, et la propension des entreprises à gérer leurs résultats comptables. DeFond et Jiambalvo (1993) montrent que l'occurrence d'un conflit auditeur-client, relatif à une décision comptable visant à augmenter le résultat, est plus probable si l'auditeur est un grand cabinet anglo-saxon, suggérant ainsi une plus grande capacité de ces derniers à affronter les pressions managériales pour maintenir un jugement indépendant.

Partant de l'étude de plusieurs milliers d'entreprises, Becker et *al*. (1998) constatent que les *accruals* discrétionnaires des entreprises auditées par des cabinets « *Big six* » sont significativement inférieurs (entre 1,5% et 2,1% des actifs totaux) aux *accruals* discrétionnaires des autres entreprises. De même, Francis et *al*. (1999) observent des *accruals* discrétionnaires plus faibles parmi les entreprises auditées par les cabinets « *Big six* », bien que les *accruals* totaux de ces entreprises soient plus élevés. Par ailleurs, Francis et Krishnan (1999) montrent que les auditeurs « *Big six* » ont davantage tendance à émettre des rapports assortis de réserves pour les entreprises présentant des *accruals* élevés. En outre, McMeeking et *al*. (2007) trouvent, pour des entreprises britanniques (période 1992-1998), que les « *Big Five* » se démarquent des autres auditeurs en limitant les *accruals* discrétionnaires du fonds de roulement lorsque les entreprises semblent viser une manipulation à la hausse du résultat (avant manipulation, elles affichent soit une perte, soit un résultat en baisse par rapport à l'exercice précédent). L'étude de Kim et *al*. (2003) montre également que les « *Big five* » se différencient des autres cabinets par leur attitude prudente vis-à-vis des choix comptables, et ce probablement en raison de la pression qu'exerce sur eux l'appareil judiciaire Américain. En d'autres termes, les « *Big five* » toléreraient moins les manipulations visant à surévaluer le résultat car, dans un tel contexte, ils risquent fort d'être poursuivis en justice par des groupes d'investisseurs et condamnés au versement de dommages et intérêts importants. De même, Krishnan (2003) affirme que l'audit joue un rôle important dans la réduction des coûts

[37]La disparition d'Andersen suite à l'affaire Enron a réduit les grands cabinets à quatre : Price WaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst and Young et KPMG.

d'agence en contraignant la gestion opportuniste des *accruals*. Ce rôle est d'autant plus prononcé pour les auditeurs appartenant aux « *Big Six* ». En fait, les résultats de son étude indiquent que les entreprises auditées par des « *Big Six* » présentent un niveau faible des *accruals* discrétionnaires comparativement à celles auditées par des cabinets « *Non-Big* ». Dans un contexte d'introduction en bourse, Chen et *al*. (2005a) montrent que les auditeurs de qualité « *Big five* » contraignent la gestion des résultats et fournissent des informations comptables et financières plus précises.

A contre courant, Piot et Janin (2007) trouvent que la réputation de l'auditeur (BIG5) ne permet pas de contenir la gestion du résultat en France, contrairement à ce qui a été constaté à plusieurs reprises aux États-Unis (Becker et *al*., 1998 ; Kim et *al*., 2003). Il semble même que la présence d'un « *Big five* » affecte positivement l'ampleur des *accruals* discrétionnaires à court terme. Ce résultat est cohérent avec le moindre risque judiciaire encouru par les grands cabinets d'audit en France, par rapport à l'environnement étasunien nettement plus actif à ce niveau.

En outre, les normalisateurs ont tendance à avancer qu'une trop longue association entre l'auditeur et son client constitue une menace à l'indépendance. Il se créée en effet des liens personnels entre les parties, ainsi qu'une familiarisation pouvant entraîner une baisse de vigilance de la part de l'auditeur. Certains évoquent « *la routinisation* » de la mission, qui s'illustre notamment par le fait que l'auditeur consacre moins d'efforts à l'identification des faiblesses du contrôle interne et des sources potentielles de risque.

L'impact de la durée de relation auditeur- client sur la gestion des résultats a été relativement peu testé. Frankel et *al*. (2002) observent une relation négative entre la durée de la relation auditeur-client et les *accruals* en valeur absolue. Autrement dit, la composante discrétionnaire du résultat comptable, indifféremment haussière ou baissière, diminue quand la durée de la mission accroît. Des modélisations distinctes montrent que l'effet modérateur de cette variable n'est significatif que pour les entreprises qui gèrent leur résultat à la baisse. Ces résultats sont globalement incohérents avec une perte de compétence et/ou d'indépendance de l'auditeur dans le temps.

L'auditeur est en mesure de jouer un rôle économique très important en matière de crédibilité des résultats de l'entreprise tout en oeuvrant à contraindre la manipulation des *accruals* comptables et empêcher les dirigeants des entreprises ayant des *free cashs flow* de manipuler les résultats pour camoufler les mauvais investissements réalisés. Il s'avère ainsi pertinent de s'interroger sur l'influence de la qualité de l'audit sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Dans ce cadre, Chung et *al*. (2005a) présument que les auditeurs modèrent la relation entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires positives. Ils stipulent que l'auditeur de bonne qualité est plus prudent lorsque l'entreprise cliente présente des coûts d'agence élevés. Ainsi, lorsque le *free cash flow* est élevé, les auditeurs « *Big Six* » limiteront l'utilisation des *accruals* discrétionnaires davantage que dans le cas où le *free cash flow* est faible. Conformément à leur hypothèse, les auteurs trouvent que les auditeurs « *Big Six* » contraignent, en général, les *accruals* discrétionnaires, mais ils sont particulièrement plus actifs lorsque les entreprises clientes présentent un *free cash flow* en surplus. Par ailleurs, ils constatent qu'une longue durée de la relation auditeur-client[38] constitue une menace à l'indépendance et entraîne une baisse de vigilance de la part de l'auditeur. Néanmoins, lorsque l'entreprise cliente présente un niveau élevé de *free cash flow*, les auteurs constatent que les auditeurs deviennent beaucoup plus vigilants et atténuent l'utilisation des *accruals* discrétionnaires d'augmentation des résultats. D'où l'hypothèse suivante :

H 7 : La qualité de l'audit externe modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

II. LE NIVEAU D'ENDETTEMENT

Selon la théorie de l'agence, un endettement élevé est souvent considéré comme un dispositif pour « *gouverner* » le comportement opportuniste des dirigeants. En fait, le rôle disciplinaire de l'endettement est approuvé par plusieurs recherches empiriques (Jensen, 1986 ; Kaplan, 1989 ; Lehn et Poulsen, 1989 ; Aghion et Bolton, 1992 ; Denis et Denis, 1995). Selon la théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976) et la théorie de *free cash flow* de Jensen (1986), l'endettement joue un rôle disciplinaire pour aligner le comportement déviant des dirigeants. En effet, Jensen (1986, 1993) et Stulz (1990) montrent que le paiement

[38] Cet aspect est mesuré par une variable dichotomique qui prend la valeur un si l'entreprise garde le même auditeur pendant cinq ans ou plus, et la valeur zéro dans le cas échéant.

régulier des intérêts et le remboursement que l'endettement implique permettent de limiter les pratiques aberrantes des dirigeants concernant l'utilisation des liquidités de l'entreprise. De manière similaire, Grossman et Hart (1982) suggèrent que la dette constitue un stimulant pour le dirigeant afin d'adopter une gestion efficace et de prendre de bonnes décisions d'investissement. Les résultats empiriques observés par les études antérieures sont, toutefois, contradictoires quant à la relation entre le *free cash flow* et le niveau d'endettement. Dans un contexte Japonais, Wu (2004) trouve une relation positive et significative entre l'endettement et le *free cash flow*. Cette relation est plus importante chez les entreprises à opportunités de croissance faible que chez celles à opportunités de croissance importante. Une liaison négative entre l'endettement et les opportunités de croissance est validée aussi par Lang et *al*. (1996). En répartissant leur échantillon selon les opportunités de croissance des entreprises, et en tenant compte de la disponibilité du *free cash flow*, Lang et *al*. (1996) constatent que cette relation négative n'est vérifiée que pour les entreprises à faibles opportunités de croissance; ce qui prouve que cette relation n'est pas due à un effet négatif de l'endettement sur la croissance future, mais plutôt à son rôle préventif contre le surinvestissement présenté par la théorie du *free cash flow*.

Toutefois, certaines études ne confirment pas l'idée selon laquelle le recours à l'endettement constitue un remède au problème de *free cash flow*. Dans ce cadre, De Jong et Dijk (2007) trouvent, sur la base d'un échantillon de 102 entreprises allemandes, une relation non significative entre l'endettement et le problème d'agence de *free cash flow*. Ils avancent comme justification à ce résultat que l'endettement peut être davantage motivé par le couple avantage fiscal-faillite. Dans le même courant d'idée, Poincelot (1999) qui s'intéresse au rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial chez les entreprises françaises dégageant de *free cash flow* ne parvient pas à valider les prédictions de la théorie de *free cash flow*. L'auteur constate, en effet, que les décisions financières ne sont pas statistiquement différentes selon le Q de Tobin et ce, en utilisant le test de différence de moyenne. Il suggère que l'endettement est une variable manipulée par les dirigeants plutôt qu'une variable de contrôle. De même, Nekhili et *al*. (2009) trouvent que le recours à l'endettement, non seulement ne permet pas de réduire le niveau de *free cash flow*, mais n'agit pas, non plus, sur le niveau de distribution des dividendes. En revanche, la distribution des dividendes affecte positivement et significativement le niveau d'endettement de l'entreprise. Les auteurs justifient cet unique sens de causalité par le fait que les entreprises françaises font davantage

appel à l'endettement pour garantir à leurs actionnaires une distribution honorable de dividendes même en cas de mauvaise performance.

Jaggi et Gul (2006) examinent l'hypothèse qui stipule que la dette modère la relation entre le *free cash flow* et les *accruals* discrétionnaires. Les dirigeants des entreprises de faible croissance et de *free cash flow* élevé poursuivent des activités de non-maximisation de valeur par l'investissement dans des projets de valeurs négatives au lieu de payer des dividendes aux actionnaires. Ce comportement managérial entraîne une baisse des valeurs marchandes des actions de ces entreprises. Les auteurs présument donc que les dirigeants de ces entreprises atténueraient cette situation par la présentation des résultats plus élevés, en recourant aux *accruals* discrétionnaires. Cette prédiction suggère une relation positive entre le *free cash flow* et les *accruals* pour les entreprises de faibles opportunités de croissance. En revanche, la dette agit comme un mécanisme de surveillance qui atténue le problème de *free cash flow*. Conformément aux hypothèses posées, Jaggi et Gul (2006) trouvent que les dirigeants des entreprises de *free cash flow* élevé recourent à une manipulation des résultats vers le haut afin de signaler une bonne performance virtuelle et préserver en conséquence la sécurité de leur emploi. En plus, les auteurs trouvent que les entreprises les plus endettées et ayant des niveaux élevés de *free cash flow* présentent des niveaux plus faibles d'*accruals* discrétionnaires que les entreprises les moins endettées et disposant des niveaux élevés de *free cash flow*.

A l'instar de Jensen (1986) et des autres partisans de la théorie du *free cash flow*, nous supposons que l'endettement permet de remédier le risque de *free cash flow*, d'où l'hypothèse suivante :

H 8 : Le niveau d'endettement modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

III. LA DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

Bien que l'endettement soit l'instrument disciplinaire préconisé par Jensen (1986), il semble opportun de considérer également la distribution de dividendes en tant que mécanisme de réduction du risque de *free cash flow*. La distribution massive de dividendes, en rendant les

flux financiers internes insuffisants pour couvrir les besoins d'investissement, contraignent en effet les dirigeants à recourir à des financements externes pour satisfaire la mise en oeuvre d'une politique d'investissement donnée et ainsi à se soumettre à la discipline du marché financier. Les dividendes représentent ainsi un mécanisme implicite pour contrôler les actions des dirigeants.

Deux types d'études empiriques traitent la relation entre les dividendes et le risque de *free cash flow*. Certaines études cherchent à expliquer le niveau de dividendes par le risque de *free cash flow* alors que d'autres analysent la réaction du marché des actions à l'annonce de variations significatives des dividendes en fonction du risque de *free cash flow*.

Plusieurs auteurs, tels que Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993), Lang et *al*. (1996) et Gugler (2003), confirment l'utilité de la distribution de dividendes dans la réduction du niveau de *free cash flow*. En effet, Smith et Watts (1992) trouvent une relation significativement positive entre le taux de rendement en dividendes et le rapport « *valeur comptable des actifs/valeur de marché de l'entreprise* », inversement reliée aux opportunités de croissance de l'entreprise. Parallèlement, Gaver et Gaver (1993) comparent les politiques de dividendes de deux sous échantillons, celui des entreprises à fortes opportunités de croissance à celui à faibles opportunités de croissance. Cette comparaison montre que le taux de rendement en dividendes est significativement inférieur chez les entreprises à fortes opportunités de croissance. Sur la base d'un panel de 214 entreprises australiennes sur la période 1991-1999, Gugler (2003) trouve également que les entreprises ayant des opportunités de croissance faibles présentent des ratios élevés de paiement de dividendes. Plus récemment, Nekhili et *al*. (2009) témoignent que la distribution des dividendes joue un rôle important dans la réduction du niveau de *free cash flow*. Leur résultat, qui corrobore ceux de Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993), Lang et *al*. (1996) et de Gugler (2003) permet d'affirmer que la distribution massive des dividendes limite la gestion discrétionnaire des flux excédentaires et réduit, *ipso facto*, le recours des dirigeants à la gestion des résultats.

En outre, d'autres recherches examinent la réaction du marché des actions à l'annonce de variations significatives de dividendes en fonction du *free cash flow*. La théorie de signalisation et celle de surinvestissement expliquent différemment la réaction des actionnaires aux annonces de dividendes. Selon la théorie de signalisation, les dirigeants se

servent des dividendes pour transmettre l'information interne à ses actionnaires. Ainsi, une augmentation (diminution) du dividende renseigne les investisseurs sur les perspectives favorables (non favorables) futures de l'entreprise[39]. Alors que selon la théorie de *free cash flow*, une hausse du dividende est perçue comme étant une bonne nouvelle pour l'entreprise n'ayant pas d'opportunités de croissance puisqu'elle aura tendance à réduire le risque de surinvestissement en limitant les *cash flows* disponibles. De même, une baisse du dividende des entreprises à faibles opportunités de croissance est analysée par les actionnaires comme une mauvaise nouvelle car ils peuvent interpréter cette baisse comme étant une tentative de la part des dirigeants pour accroître les fonds excédentaires, et donc à financer des projets qui n'apportent que peu de valeur à l'entreprise. Dans ce cadre, Lang et Litzenberger (1989) constatent que le versement des dividendes aux actionnaires dans les entreprises en situation de surinvestissement (Q inférieur à l'unité) est mieux perçu que dans celle maximisant leur valeur. Encore, Vogt et Vu (2000) observent que les entreprises dégageant des fonds discrétionnaires significatifs, combinés avec des dépenses d'investissement passées importantes, présentent des rentabilités faibles. Inversement, les entreprises ayant procédé à des distributions de dividendes élevées présentent des rentabilités plus élevées. Lie (2000), constate aussi, une relation positive entre l'existence de fonds excédentaires et les augmentations de dividendes. En particulier, Lie (2000) a pu établir que les entreprises ont tendance à faire des versements de dividendes extraordinaires ou à faire des offres de rachat lorsqu'elles ont des fonds excédentaires non récurrents. Par contre, lorsque les entreprises ont des fonds excédentaires récurrents, elles font plutôt recours à une augmentation des dividendes ordinaires. Ceci semble indiquer que les actionnaires font pression sur les dirigeants pour qu'ils versent des dividendes lorsque le risque d'opportunisme augmente.

Par ailleurs, les mécanismes de gouvernance peuvent influencer la politique de dividende. Sur la base de 412 entreprises cotées sur la bourse de Hong Kong entre 1995 et 1998, Chen et *al*. (2005b) trouvent que la présence des administrateurs externes indépendants au sein du conseil d'administration n'a pas d'effet significatif sur le niveau de dividende distribué. En plus, plusieurs travaux (Rozeff, 1982 ; Alii et *al*., 1993 ; Schooley et Barneay, 1994 ; Saxena, 1999) présument une relation positive entre le niveau de dividende et le degré de dispersion du capital liée à la difficulté de surveillance des dirigeants. Autrement dit, plus la dispersion du capital de l'entreprise est grande, plus la surveillance des dirigeants est

[39] Voir l'étude de Kato et *al.* (2002) sur le marché Japonais et celle de Yoon et Starks (1995) sur le marché américain.

rendue difficile. En effet, les firmes managériales présentent un faible capital interne et dans le même temps un degré élevé de dispersion du capital, autant d'éléments qui accroissent les coûts d'agence.

Aux Etats-Unis, Moh'd et *al*. (1995) constatent qu'un capital dispersé justifie une distribution soutenue de dividendes. Dans ce sens, Mollah et *al*. (2000) trouvent que la concentration de propriété est négativement et la dispersion du capital est positivement reliée au niveau distribué de dividendes. Ainsi, la concentration de propriété et la distribution de dividendes sont considérées comme des mécanismes substituables dans la résolution du problème de *free cash flow*. Leurs résultats confortent donc la théorie de *free cash flow* et suggèrent que les conflits d'agence ont également un rôle explicatif important en matière de dividendes dans les marchés émergents. Contrairement et sur la base d'un échantillon de 985 entreprises britanniques cotées entre 1992-1998, Renneboog et Trojanowski (2007) constatent que la présence de détenteurs de blocs de contrôle, dans l'objectif de limiter les coûts d'agence de *free cash flow*, améliore la distribution de dividendes. Egalement, Kouki et Guizani (2009) trouvent que les entreprises tunisiennes dont la propriété est concentrée, distribuent plus de dividendes. Autrement dit, la présence de détenteurs de blocs de contrôle augmente le niveau de dividende distribué. Ce résultat confirme celui de Faccio et *al*. (2001) qui trouvent que les ratios de dividendes sont plus élevés en Europe en présence de détenteurs de blocs de contrôle, qui, *in fine*, limitent, d'après les auteurs, l'expropriation des actionnaires minoritaires. En effet, l'étude de Kouki et Guizani (2009) souligne l'effet significatif du *free cash flow* sur la politique de dividendes et concluent à la complémentarité entre la présence de détenteurs de blocs de contrôle et la distribution de dividendes.

Rozeff (1982) est le premier à avoir reconnu le rôle des membres internes dans le contrôle des dirigeants. Il trouve que la politique de dividende est négativement reliée au niveau de la propriété managériale. Agrawal et Jayaraman (1994) observent, sur un échantillon d'entreprises se finançant exclusivement par fonds propres, que celles présentant des niveaux de participation managériale faibles ont des taux de distribution de dividendes plus élevés, ce résultat étant obtenu après contrôle des effets du *free cash flow* et du taux de croissance. Ce qui suggère que les dividendes et la propriété managériale sont des mécanismes de substitution pour réduire les coûts d'agence de *free cash flow*.

Sur la base d'un échantillon de 131 entreprises françaises cotées sur la période 1988-1994, Calvi-Reveyron (2000) teste l'incidence de la structure d'actionnariat de l'entreprise sur le niveau de dividende, en comparant trois catégories d'entreprises, les entreprises managériales[40], les entreprises familiales et les entreprises contrôlées. Pour les entreprises familiales, les dirigeants sont les propriétaires principaux de l'entreprise et le capital est fortement concentré, l'imbrication est forte entre propriété et décision, d'où l'absence de relations d'agence entre détenteurs du capital et dirigeants. Le niveau des dividendes doit être plus élevé dans les entreprises managériales que dans les entreprises familiales. Dans les entreprises contrôlées par un groupe, les dirigeants sont externes, comme pour les entreprises managériales. Toutefois, le groupe détenteur d'une partie importante du capital étant présent au conseil d'administration (celui-ci nomme les dirigeants), la séparation entre propriété et décision n'est pas aussi franche que pour les entreprises managériales (Charreaux et Pitol-Belin, 1990). Calvi-Reveyron (2000) trouve que les entreprises managériales et les entreprises contrôlées présentent chacun d'entre eux un taux de distribution plus important que celui des entreprises familiales. Ces résultats valident l'hypothèse selon laquelle le pourcentage du capital détenu par les dirigeants est négativement relié au taux de distribution de dividende. Dans le même cadre, Poulain-Rehm (2005) trouve que la nature patrimoniale et familiale des entreprises exerce sur le réinvestissement du *free cash flow* sous forme de dividendes une influence négative et statistiquement significative. Ces résultats confirment les propos de la théorie de *free cash flow*, qui soulignent que le contrôle des coûts d'agence des fonds discrétionnaires est moindre dans les entreprises qui, par nature, à l'instar des entreprises patrimoniales et familiales, ont des coûts d'agence plus faibles que les autres. *A Contrario*, Schooley et Barneay (1994) proposent une relation non linéaire entre le niveau de distribution de dividende et la part du capital détenue par les dirigeants. Spécifiquement, au dessous du niveau d'enracinement (pourcentage du capital à partir duquel les dirigeants s'enracinent), la structure de propriété des dirigeants et la politique de dividendes sont considérées comme des mécanismes de gouvernance substituables pour réduire les conflits d'agence. Au dessus du niveau d'enracinement, la politique de dividende devient un mécanisme de contrôle qui compense l'effet disciplinaire exercé par la structure de propriété des dirigeants.

[40] Une firme managériale présente un actionnariat atomisé dans lequel aucun propriétaire ne détient une part significative du capital.

Ainsi, la distribution de dividendes est considérée comme étant un mécanisme de réduction du risque de *free cash flow*, et réduit, *ipso facto*, le recours des dirigeants à la gestion des résultats. D'où l'hypothèse suivante :

H 9 : La distribution des dividendes modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Section 3 : Impact du système juridique du pays sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

La distinction entre les pays de droit coutumier « *Common law* » et les pays de droit civil « *Civil law* » a fait l'objet d'un vaste débat (La Porta et *al*., 1998, 1999, 2000a ; Deffains et Guigou, 2002 ; Ergungor, 2004). Les chercheurs soutiennent que les pays de droit coutumier (les pays anglo-américains) offrent une meilleure qualité de protection juridique aux investisseurs que les pays de droit civil (les pays romano-germaniques).

Le droit civil est désigné par le « *droit des codes* » alors que le droit coutumier apparaît comme un droit dont le mode d'élaboration est essentiellement jurisprudentiel. En raison d'un système juridique décentralisé et favorable à l'initiative privée, le mode de fonctionnement du « *Common law* » rendrait possible la production privée de règles et la croissance des institutions autorégulées, et ce développement permet aux institutions basées sur le marché, comme les bourses, de s'adapter à leur environnement et de gagner la confiance du public. Ce système protége les actionnaires externes contre tout abus ou détournement de la part des *insiders*. En revanche, le code civil impose un formalisme plus lourd que les principes de « *Common law* » et réduit fortement le pouvoir d'interprétation des juges. Les systèmes de droit civil codifié fourniraient en effet une protection inadaptée aux actionnaires minoritaires.

Plusieurs études antérieures montrent que la protection des investisseurs est un facteur important qui détermine les choix des entreprises tel que la politique de financement et la politique de dividendes. Dans ce cadre, plusieurs chercheurs se sont intéressés, à travers des études supranationales, à l'analyse de la politique de dividende dans des contextes institutionnels différents. Dans ce cadre, La Porta et *al*. (2000) soulignent que la distribution

des dividendes est la résultante de l'existence d'un système effectif de protection légale des investisseurs. En effet, les actionnaires minoritaires utilisent leurs pouvoirs légaux pour forcer les entreprises de rendre du cash, empêchant ainsi les *insiders* d'utiliser les profits de l'entreprise pour leurs propres intérêts. Les actionnaires peuvent faire ainsi en votant pour les dirigeants qui offrent les meilleures politiques de dividendes, ou en vendant leurs actions à des chasseurs de fonds potentiels qui leurs permettent de contrôler les entreprises n'ayant pas distribué des dividendes, ou encore en poursuivant en justice les entreprises qui n'ont pas distribué des dividendes. Les résultats de leur étude soulignent l'importance de la protection légale des actionnaires minoritaires menacés par les risques d'expropriation de leur richesse par les parties prenantes internes à l'entreprise. La Porta et *al*. trouvent plus précisément que les entreprises opérant dans les pays du droit commun, où la protection des investisseurs est typiquement meilleure, présentent des paiements élevés de dividendes que les entreprises dans les pays du droit civil. En outre, ils trouvent qu'une meilleure protection légale des investisseurs contre l'expropriation par les dirigeants permet aux actionnaires d'accepter une diminution de leurs parts de dividendes au profit d'opportunités d'investissement rentables. Plus clairement, lorsque les actionnaires minoritaires sont bien protégés, ils sont plus patients et sont prêts à accepter des parts de dividende faibles au profit d'opportunités d'investissement rentables sur le long terme. Cette relation est moins confirmée lorsque le pays d'origine de l'entreprise est un pays de droit civil.

Par ailleurs, le rôle des systèmes externes de gouvernement d'entreprise dans la détermination de l'attitude des dirigeants vis-à-vis de la gestion des résultats a reçu une faible attention jusqu'à récemment. Dans ce sens, Leuz et *al*. (2003) examinent l'influence de la protection des investisseurs sur les différences internationales en matière de gestion des résultats. Les auteurs soulignent qu'un environnement légal qui se caractérise par une forte protection des droits des externes, servira à limiter la capacité des *insiders* de tirer des bénéfices privés de contrôle. Vu que la gestion des résultats est généralement considérée à bénéficier les *insiders* de l'entreprise, Leuz et *al*. stipulent qu'un environnement légal qui protége les droits des investisseurs agira comme une contrainte à la gestion des résultats. Ils prévoient alors que, dans les pays où l'environnement légal garantit une protection des investisseurs, la gestion de résultats est relativement faible, et dans les pays où l'environnement légal fournit plus de bénéfices aux *insiders*, la gestion de résultats est plus répandue. A travers une analyse de classification, Leuz et *al*. (2003) examinent les différences

en matière de gestion des résultats dans 31 pays. Ils identifient trois groupes de pays avec des caractéristiques institutionnelles différentes et trouvent que la gestion des résultats varie systématiquement autour de ces trois groupes institutionnels. Le premier groupe regroupe les « *économies outsiders* » avec des marchés de capitaux larges, une propriété dispersée, une forte protection des investisseurs, et une forte application légale. Les États-Unis et la Grande Bretagne sont inclus dans ce groupe. Le deuxième groupe regroupe les « *économies insiders* » avec des marchés de capitaux moins développés, une propriété concentrée, une faible protection des investisseurs, mais une forte application légale. Les pays tel que l'Allemagne, Finlande et Suède sont inclus dans ce groupe. Le troisième groupe est défini comme des « *économies insiders* » avec une faible application légale et inclut l'Italie et l'Inde. Les résultats indiquent une relation négative significative entre la gestion des résultats et les droits des outsiders/ application légale. Les pays du premier groupe (avec des droits forts des investisseurs et une forte application légale) présentent des niveaux relativement faibles de gestion des résultats. Alors que les pays des autres groupes (avec des droits faibles des investisseurs et une faible application légale) présentent des niveaux élevés de gestion des résultats. Ces résultats soulignent que le niveau de protection des investisseurs détermine la qualité de l'information financière divulguée aux investisseurs.

Contrairement à Leuz et *al*. (2003), Wright et *al*. (2006) trouvent qu'un environnement légal qui offre une protection extensive aux actionnaires n'empêche pas les dirigeants de recourir à une gestion des résultats dans le cas d'un « *Management Buyout* » (MBO)[41]. Malgré que les États-Unis et la Grande Bretagne se caractérisent d'un environnement légal qui fournit une meilleure protection des externes, les résultats indiquent que les dirigeants des entreprises américaines et britanniques impliquées dans un MBO manipulent les résultats pour les détourner en leur faveur.

En Australie, pays de droit commun, Jones et Sharma (2001) étudient la question de la gestion des résultats dans les nouveaux et les anciens secteurs d'économie. L'objectif de leur étude est double. Premièrement, les auteurs cherchent à voir si les différences de certaines caractéristiques financières (dette, *free cash flow*) entre les deux secteurs peuvent entraîner une forte (faible) propension à la gestion des résultats. Les entreprises de la nouvelle

[41] Management Buyout (MBO) est la reprise du capital- actions ou le rachat d'un paquet important d'actions par les cadres d'une entreprise.

économie sont typiquement de forte croissance et se caractérisent par un niveau faible de *free cash flow*. Par conséquent, le phénomène de « *cash flow limité* » dans le nouveau secteur d'économie, indiquant généralement une performance pauvre, peut entraîner une grande disposition à la gestion des résultats. Deuxièmement, la propension des entreprises de la nouvelle économie à manipuler les chiffres comptables n'a pas échappé à la vive attention des régulateurs australiens[42].

Pour ce faire, Jones et Sharma (2001) développent un modèle de régression, en prenant comme variables indépendantes le *free cash flow*, la dette et l'interaction entre le *free cash flow* et la dette. La gestion des résultats, variable dépendante de l'étude, est mesurée par trois modèles d'estimation des *accruals*[43]. Les résultats indiquent que les *accruals* des entreprises de la nouvelle économie sont plus faibles que ceux des entreprises de l'ancienne économie. Des différences significatives sont aussi trouvées avec respect de l'impact de la dette et du *free cash flow* sur la gestion des résultats. Ces résultats peuvent potentiellement s'expliquer par le régime rigoureux de divulgation imposé par le marché boursier australien, qui exige un *reporting* détaillé trimestriel du *cash flow* sous la méthode directe par les entreprises de la nouvelle économie. En effet, de telles exigences contraignent la portée et la volonté des entreprises de la nouvelle économie à gérer les résultats pour masquer la mauvaise performance.

Ainsi, dans un contexte international, nous supposons que la relation entre la gestion des résultats et le *free cash flow* en premier lieu, et l'impact des mécanismes de gouvernance sur cette relation, en deuxième lieu, varie en fonction du cadre juridique du pays.

[42]Depuis la moitié des années 90, l'ASX (Australian Stock Exchange) a développé une loi 4.7 B « *Quarterly Reporting for Entities Admitted on the Basis of Commitments* », qui a été désignée spécifiquement pour les entreprises de la nouvelle économie. Cette loi exige une divulgation détaillée des cashs flow d'exploitation sous la méthode directe, avec une divulgation séparée de toutes les catégories de paiements aux fournisseurs et de tous les encaissements des clients.

[43] La gestion des résultats est mesuré par trois modèles d'estimation des *accruals :* (1) le modèle « *raw total accrual* », (2) le modèle des *accruals* ajustés (changement dans le total des *accruals*), et (3) le modèle des *accruals* discrétionnaires calculé selon la version de Jones (1991).

CONCLUSION

Dans ce chapitre, nous avons présenté les principaux mécanismes de contrôle des dirigeants, susceptibles de modérer la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

En premier lieu, nous avons mis en évidence les mécanismes internes de gouvernement des entreprises à savoir la structure de propriété et les caractéristiques principales du conseil d'administration qui sont susceptibles de freiner la gestion des résultats. Les caractéristiques retenues sont : la taille du conseil, la séparation entre la fonction du directeur général et du président du conseil d'administration et la présence d'administrateurs externes indépendants. Nous nous sommes intéressés aussi aux aspects de l'actionnariat susceptibles de modérer la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Ces aspects portent sur la concentration du capital et sur la nature des actionnaires (actionnaires dirigeants).

En deuxième lieu, nous avons examiné les mécanismes externes de gouvernement des entreprises à savoir, la qualité de l'audit externe, le niveau d'endettement et la distribution des dividendes. Dans un contexte international, nous nous attendons à ce que la nature du système juridique d'un pays soit susceptible d'empêcher les dirigeants de recourir aux manipulations comptables dans une situation de *free cash flow*.

Le prochain chapitre est consacré à présenter notre modèle qui résume les hypothèses de recherche. Nous exposons aussi les variables dépendantes et indépendantes et les mesures utilisées pour les appréhender. Par la suite, nous procédons à la vérification de nos hypothèses de recherche à partir d'un échantillon de 93 entreprises françaises et de 87 entreprises américaines.

CHAPITRE 4 :

METHODOLOGIE : ECHANTILLON, ANALYSE ET DISCUSSION DES RESULTATS

INTRODUCTION

La méthodologie développée consiste à examiner, dans un premier temps, la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats et, dans un deuxième temps, l'impact des mécanismes de gouvernement des entreprises sur cette relation. Cette méthodologie repose sur un échantillon de 93 entreprises françaises et un autre de 87 entreprises américaines sur une période d'investigation de cinq ans, de 2001 à 2005, à partir des variables opérationnalisées sur la base des variables comptables et/ou de marché. Une méthodologie statistique descriptive est mise en œuvre à cette fin. A ce niveau, le choix méthodologique a, sans doute, une incidence importante sur l'analyse empirique réalisée.

A partir des développements théoriques précédents, nous nous sommes interrogés, dans un premier temps sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Il ressort que l'existence de *free cash flow* accroît les conflits d'agence. En effet, les dirigeants des entreprises caractérisées par un niveau de *cash flow* élevé et des opportunités de croissance faibles, sont tentés de ne pas distribuer les fonds excédentaires aux actionnaires et de s'engager dans des projets inutiles, incertains et peu rentables. Les dirigeants ont un fort appétit pour ces investissements qui leur apporte grandeur, honneur et gain personnel. Ces investissements non rentables affectent négativement les résultats de l'entreprise et entraîne inévitablement la baisse des cours boursiers. Pour dissimuler l'impact négatif de ces investissements, les dirigeants peuvent recourir à la gestion des résultats.

Par ailleurs, notre problématique nous a conduit ensuite à étudier l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise, mis en place par les actionnaires contre les comportements déviants des dirigeants, sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. En outre, nous avons cherché à examiner le comportement des entreprises en matière de gestion des résultats dans un contexte international et de voir l'influence des caractéristiques financières et juridiques des pays sur cette relation.

Dans ce chapitre, nous nous intéressons, à travers la première section, aux aspects méthodologiques de notre recherche. Nous rappelons tout d'abord les hypothèses à tester. Par la suite, nous présentons successivement les caractéristiques de notre échantillon, les mesures des variables dépendantes, indépendantes et de contrôle ainsi que la méthode d'analyse

adoptée pour tester la validité de nos hypothèses. Finalement, nous consacrons la deuxième section à l'analyse des résultats empiriques obtenus.

Notre modèle exposé dans la figure 2, se présente de la manière suivante :

Gestion des résultats = f (*free cash flow*, mécanismes de gouvernement d'entreprise)

Gestion des résultats = f (free cash flow, caractéristiques du conseil d'administration, structure de propriété, qualité de l'audit, niveau d'endettement, dividendes).

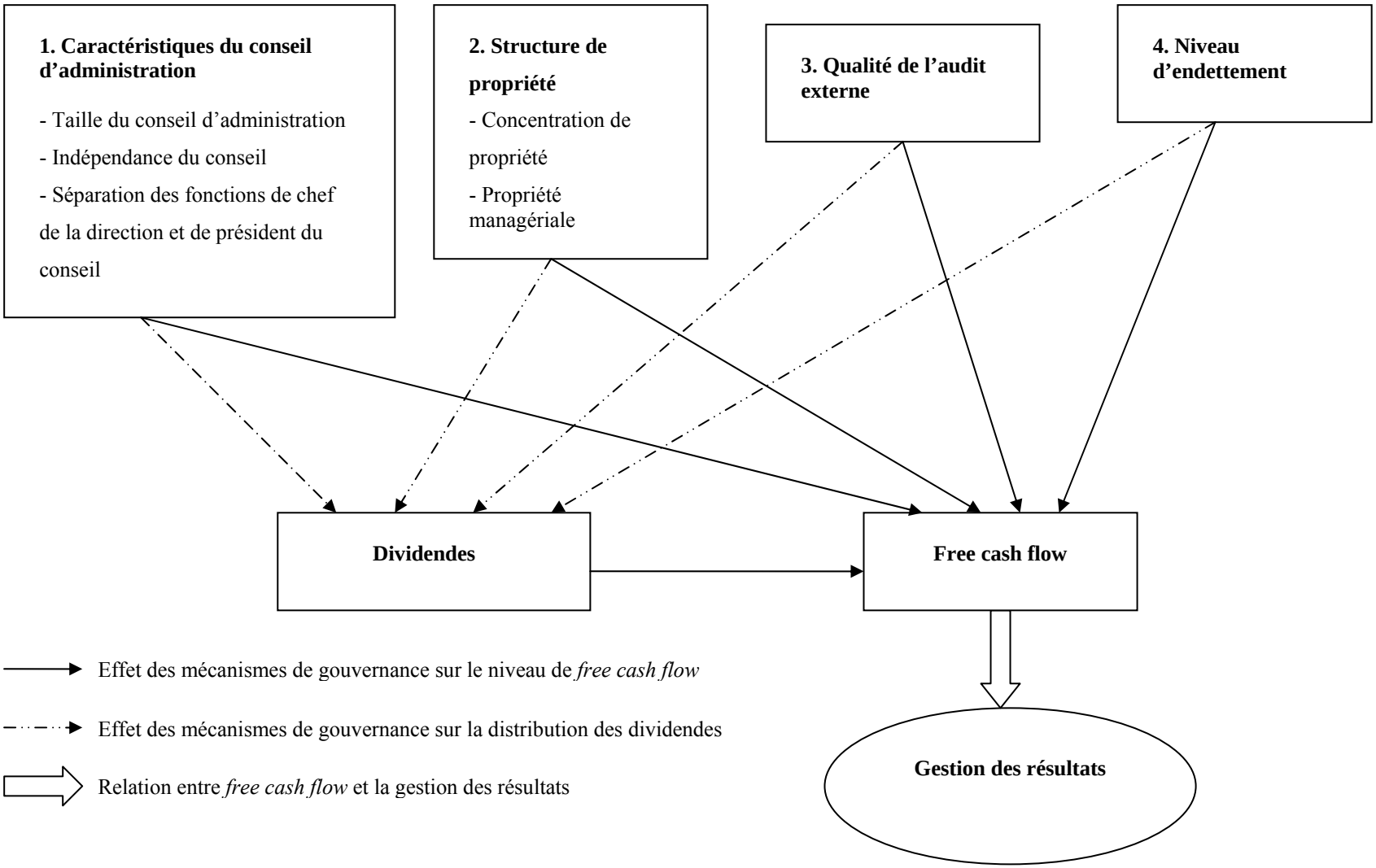

Figure 2 : Modèle théorique

Section 1 : Aspects méthodologiques

I. RAPPEL DES HYPOTHESES A TESTER

Afin de refléter, d'une part, la relation entre la gestion des résultats par les dirigeants et le problème de *free cash flow* et, d'autre part, l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur cette relation, nous avons proposé neuf hypothèses. Ces dernières sont réparties en trois groupes. Le premier groupe d'hypothèse se rapporte à la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Le deuxième groupe d'hypothèses est lié à l'impact des mécanismes internes de gouvernement d'entreprise sur cette relation et le troisième groupe s'intéresse à l'influence des mécanismes externes.

Premier groupe d'hypothèse : hypothèse relative à la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Selon la théorie *de free cash flow*, les dirigeants des entreprises disposant un montant excessif de *free cash flow* trouvent le terrain favorable à leur discrétion. En effet, ils cherchent à accroître l'entreprise au delà de sa taille optimale en entreprenant des investissements non rentables respectant tout juste leurs intérêts et ce afin d'accroître leur pouvoir, rémunération et réputation qui sont positivement liés à la taille. Ce comportement opportuniste est notamment destructeur de la valeur, ce qui incite les dirigeants à gérer les résultats afin de contourner la mauvaise performance et garder en même temps la sécurité de leur emploi.

H 1 : Les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance, sont plus enclines à gérer leurs résultats que les autres.

Deuxième groupe d'hypothèses : hypothèses relatives à l'impact des mécanismes internes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Plusieurs mécanismes internes de gouvernement d'entreprise peuvent avoir effet sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Nous avons pris en considération

l'impact de deux mécanismes internes de gouvernance à savoir le conseil d'administration et la structure de propriété.

- Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

Les effets des caractéristiques du conseil d'administration sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats sont étudiés. Ces caractéristiques sont liées à la taille du conseil, à l'indépendance de ses membres et au cumul des rôles de directeur général et de président du conseil. A ce sujet, trois hypothèses ont été formulées.

La taille du conseil d'administration est un élément crucial à étudier dans un contexte de *free cash flow*. Une grande taille incite le développement et le partage des connaissances pertinentes et l'apparition de nouvelles expertises, ce qui favorise le meilleur placement des fonds. Par ailleurs, une taille importante peut faire du conseil d'administration un lieu propice aux collusions et aux conflits d'intérêt. Une taille réduite du conseil d'administration constitue alors un terrain favorable à la concordance entre les avis des différents membres. D'où l'hypothèse suivante :

H 2 : Un conseil d'administration de petite taille modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

La présence des administrateurs indépendants offre au conseil d'administration une plus grande expertise et plus grande indépendance à l'égard de l'équipe dirigeante, renforçant leur opposition au gaspillage potentiel des fonds dans des projets jugés non rentables par les actionnaires.

H 3 : La présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Pour réduire le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et améliorer le rôle du conseil d'administration dans le contrôle des fonds discrétionnaires, Jensen recommande la séparation

des fonctions de président du conseil et de directeur général. A ce propos, Peasnell et *al*. (2005) trouvent que le cumul de ces deux fonctions est positivement lié à la gestion des résultats.

H 4 : La séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

- *Impact de la structure de propriété sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats*

Nous proposons de tester l'impact de la concentration de l'actionnariat et celui de la participation des dirigeants dans le capital sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Plusieurs études (Dechow et *al*., 1996 ; Chtourou, 2000) soulignent que les détenteurs de blocs de contrôle trouvent intérêt à assumer le contrôle des dirigeants. Ils sont capables de maîtriser le niveau du *free cash flow* et de freiner donc la marge discrétionnaire des dirigeants en matière de gestion des résultats.

En outre, Jensen (1986) souligne que la participation des dirigeants dans le capital permet d'aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires et de réduire donc les risques liés à la mauvaise utilisation des flux disponibles.

Les hypothèses formulées sur la structure de propriété sont les suivantes :

H 5 : La présence de détenteurs de blocs de contrôle modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

H 6 : La participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Troisième groupe d'hypothèses : hypothèses relatives à l'impact des mécanismes externes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Nous avons souligné, en outre, l'impact des mécanismes externes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Dès lors, nous avons considéré les mécanismes externes de contrôle suivants dans notre travail : la qualité de l'audit externe, le niveau d'endettement et la distribution des dividendes.

- Impact de la qualité de l'audit externe sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

La demande d'une information comptable auditée est un aspect fondamental de gouvernement des entreprises. En fait, l'auditeur joue un rôle très important dans la crédibilité des résultats tout en contraignant le recours aux *accruals* discrétionnaires et empêcher notamment les dirigeants des entreprises à *free cash flow* de manipuler les résultats dans le but de camoufler les projets jugés non rentables.

H 7 : La qualité de l'audit externe modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

- Impact du niveau d'endettement sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

Selon la théorie de *free cash flow* de Jensen (1986), l'endettement joue un rôle disciplinaire pour aligner le comportement déviant des dirigeants. Par les obligations qu'il impose en matière de remboursement périodique et régulier du principal et des intérêts, l'endettement limite les pratiques aberrantes des dirigeants concernant l'utilisation des liquidités de l'entreprise. Plusieurs travaux (Shiue et Lin 2003 ; Jaggi et Gul, 2006) trouvent que l'endettement agit dans les entreprises dotées de *free cash flow* excessif comme un mécanisme disciplinaire en contraignant les dirigeants à renoncer aux investissements non rentables, ce qui freine leur opportunisme et limite la gestion des résultats.

H 8 : Le niveau d'endettement modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

- Impact de la distribution des dividendes sur le relation entre le free cash flow et la gestion des résultats

En se referant à l'hypothèse de *free cash flow* de Jensen (1986), Lang et Litzenberg (1989) montrent que l'entreprise a intérêt à distribuer les dividendes afin de réduire le risque de *free cash flow*. D'où notre hypothèse que la distribution de dividende réduit le degré de recours des dirigeants aux manipulations opportunistes des résultats dans une situation de *free cash flow*.

H 9 : La distribution des dividendes modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Ces neuf hypothèses de recherche sont récapitulées dans la figure 3 ci-après :

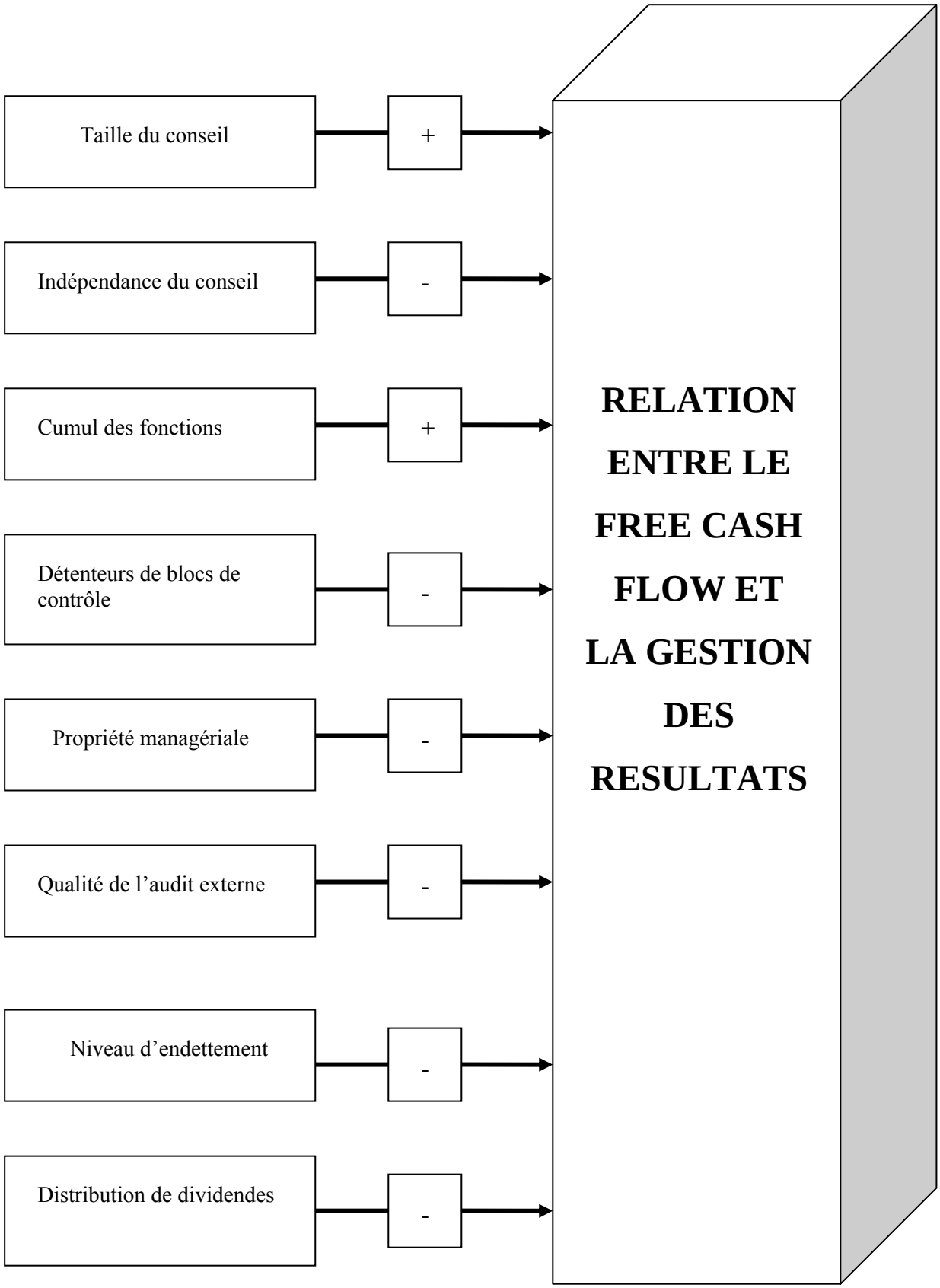

Figure 3 : Récapitulation des hypothèses de l'étude

II. ECHANTILLON ET COLLECTE DE DONNEES

Ce paragraphe est consacré à la présentation de l'échantillon étudié et à la collecte des données avant de préciser les choix et les mesures des variables.

1. Sélection de l'échantillon

L'étude est réalisée sur un échantillon d'entreprises françaises et américaines. L'échantillon des entreprises françaises appartient à l'indice *SBF 250*. L'échantillon final est un panel cylindré sur 5 ans (2001-2005) et regroupant 93 entreprises françaises, soit 465 observations *entreprise-année*. Les données dans leurs dimensions individuelle et temporelle présentent d'importantes disparités inter et intra- individuelles. Ce sont des données brutes qui proviennent des rapports annuels et des comptes consolidés des entreprises.

De l'échantillon de départ, nous avons éliminé les entreprises financières et immobilières ainsi que les compagnies d'assurance (3 entreprises, soit 15 observations). Les règles en matière de comptabilisation et de publication des informations financières relatives à ces secteurs sont très spécifiques et relativement différentes de celles qui sont applicables aux autres secteurs. Par ailleurs, nous avons aussi éliminé les entreprises dont les données ne sont pas disponibles. En effet, nous avons constaté que 3 autres entreprises (soit 15 observations) présentent plusieurs données manquantes et qu'une entreprise ayant des valeurs aberrantes. De ce fait, l'échantillon final des entreprises françaises regroupe sur 5 ans 465 observations pour 93 entreprises (voir liste à l'annexe I-1). La détermination de l'échantillon est résumée dans le tableau ci-après.

Tableau I. 1 : Détermination de l'échantillon des entreprises françaises

	Entreprises	**Observations**
Entreprises de départ	100	500
- Entreprises appartenant au secteur financier	3	15
- Entreprises présentant des données manquantes	3	15
- Entreprises ayant des valeurs aberrantes	1	5
= Echantillon des entreprises françaises faisant l'objet du modèle de régression	93	465

En ce qui concerne l'échantillon des entreprises américaines, nous avons fait recours à l'indice *Nasdaq*. L'échantillon final est un panel cylindré sur 5 ans (2001-2005) et regroupant 87 entreprises, soit 435 observations *entreprise-année*. Comme pour l'échantillon des entreprises françaises, les données dans leurs dimensions individuelle et temporelle présentent d'importantes disparités inter et intra-individuelles. Ce sont des données brutes qui proviennent des rapports annuels et des comptes consolidés des entreprises.

De l'échantillon de départ, nous avons éliminé les entreprises financières et immobilières ainsi que les compagnies d'assurance (4 entreprises, soit 20 observations). Par ailleurs, nous avons aussi éliminé les entreprises dont les données ne sont pas disponibles. En effet, nous avons constaté que 9 entreprises (soit 45 observations) présentent plusieurs données manquantes. De ce fait, l'échantillon final des entreprises américaines regroupe sur cinq ans 435 observations pour 87 entreprises (voir liste à l'annexe I-2). La détermination de l'échantillon est résumée dans le tableau ci-dessous.

Tableau I. 2 : Détermination de l'échantillon des entreprises américaines

	Entreprises	**Observations**
Entreprises de départ	100	500
- Entreprises appartenant au secteur financier	4	20
- Entreprises présentant des données manquantes	9	45
= Echantillon des entreprises américaines faisant l'objet du modèle de régression	87	435

2. Collecte des données

Afin de collecter les données nécessaires à l'étude, nous avons utilisés différentes sources de données, à savoir :

- Les rapports annuels et les comptes consolidés ;
- Les documents de référence ;
- Les circulaires d'informations « *Proxy Statements* ».

Les informations comptables et financières sont puisées à partir du dépouillement des rapports annuels et des comptes consolidés des entreprises françaises et américaines de

l'échantillon. Ces informations ont servi à la détermination de l'existence ou non d'un problème de *free cash flow* et à la détermination du niveau de la gestion des résultats pratiquée par les dirigeants des entreprises de l'échantillon. Ces rapports sont téléchargés lorsqu'ils sont disponibles sur les sites Internet officiels des entreprises ou recueillis en contactant le service de relations avec les investisseurs.

Les données relatives à la structure de propriété et aux caractéristiques du conseil d'administration sont recueillies à partir des documents de référence pour le cas des entreprises françaises et à partir des circulaires d'informations « *Proxy Statements* » pour le cas des entreprises américaines. Ces circulaires d'information sont exigibles en vertu du règlement 14a-3(a) de la réglementation américaine sur les valeurs mobilières *(The Securities Exchange Act of 1934)*. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, nous avons fait recours aux sites Internet officiels des entreprises en contactant le service des données boursières.

Le traitement statistique des données est fait à l'aide du logiciel *SPSS* dans sa *version 11.0* pour ce qui est des statistiques descriptives. Nous avons fait appel au logiciel *STATA version 8.0* pour l'application des modèles de régression et des tests statistiques.

III. DEFINITION ET MESURES DES VARIABLES

Pour modéliser nos hypothèses, nous avons mesuré les variables dépendantes, indépendantes et de contrôle. Le choix de ces variables est expliqué ci-dessous :

1. Mesure des variables dépendantes

a. Mesure de la gestion des résultats : estimation des accruals discrétionnaires (AD)

Nous utilisons, comme mesure de la gestion des résultats, les *accruals* discrétionnaires. Afin de conforter nos résultats, nous proposons d'estimer les *accruals* discrétionnaires à travers trois modèles d'estimation à savoir le modèle de Jones modifié par Dechow et *al*. (1995), le modèle de Kothari et *al*. (2005) ainsi que celui de Raman et Shahrur (2008). L'estimation des *accruals* non discrétionnaires, comme mesure de la gestion des

résultats, à l'aide de ces trois modèles est susceptible de perfectionner les résultats de notre étude.

Le modèle de Jones modifié (1995) est présenté comme suit :

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0 (1/A_{i,t-1}) + a_1 [(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t}) /A_{i,t-1}] + a_2 (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

Avec

$TA_{i,t}$: *accruals* totaux de l'entreprise i à l'année t mesurés comme suit :

$TA_{i,t}$ = Résultat comptable $net_{i,t}$ - Flux monétaires provenant de l'exploitation $_{i,t}$;

$A_{i,t-1}$: total des actifs au début de la période de l'entreprise i ;

$\Delta CA_{i,t}$: variation du chiffre d'affaires entre l'année t et l'année t -1 de l'entreprise i ;

$\Delta CCR_{i,t}$: créances nettes de l'année t moins les créances nettes de l'année t -1 de l'entreprise i ;

$PPE_{i,t}$: valeur brute des immobilisations corporelles de l'année t de l'entreprise i ;

$\varepsilon_{i,t}$: terme d'erreur qui désigne l'estimation des *accruals* discrétionnaires de l'entreprise i à l'année t.

Les variations du chiffre d'affaires sont ajustées par les variations des ventes à crédit pour corriger les manipulations éventuelles des termes de crédits par les dirigeants. Toutes les variables du modèle sont standardisées par le total des actifs décalé (t-1) pour réduire le problème d'hétéroscédasticité.

Ce modèle sera ajusté par un indicateur de performance, à savoir la rentabilité des actifs (*ROA*) (Kothari et *al*., 2005). A la différence de l'étude de Kothari et *al*. (2005)[44], nous poursuivons l'approche par les flux préconisée par Hribar et Collins (2002). Nous calculons les *accruals* totaux par la différence entre le résultat net comptable publié et le flux de trésorerie d'exploitation repris à partir de l'état de flux de trésorerie[45].

Le modèle de Kothari et *al*. (2005) est présenté comme suit :

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = a_0 (1/A_{i,t-1}) + a_1 [(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t}) /A_{i,t-1}] + a_2 (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + a_3 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$ROA_{i,t-1}$: la rentabilité des actifs de l'entreprise i pendant l'année t-1 qui est égale au rapport entre le résultat net de l'entreprise i et le total des actifs du début de période.

Raman et Shahrur (2008) proposent, quant à eux, une nouvelle approche pour mesurer la gestion des résultats. Ils estiment les *accruals* discrétionnaires en utilisant le modèle de Jones modifié tout en tenant compte de la performance (Kothari et *al*., 2005) et de la croissance de l'entreprise (McNichols, 2002). Le modèle de Raman et Shahrur (2008) s'écrit ainsi comme suit :

[44] Kothari et *al*. (2005) mesurent les *accruals* totaux comme suit :
$AT_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t}) - (\Delta LIQ_{i,t} + \Delta DCT_{i,t}) - DAP_{i,t}$ Avec, $AT_{i,t}$ = *Accruals* totaux de la firme i et relatif à l'année t ; $\Delta AC_{i,t}$ = la variation de l'actif courant de la firme i et relatif à l'année t ; $\Delta PC_{i,t}$ = la variation du passif courant de la firme i et relatif à l'année t ; $\Delta LIQ_{i,t}$ = la variation de la liquidité de la firme i et relatif à l'année t ; $\Delta DCT_{i,t}$ = la partie des dettes à long terme dont l'échéance est devenue à court terme ainsi que les dettes à court terme figurant au passif courant de la firme i et relatif à l'année t ; $DAP_{i,t}$ = les dotations aux amortissements et aux provisions de la firme i et relatif à l'année t.

[45] Dans la pratique, le calcul des *accruals* totaux se fait, soit par différence entre le résultat et le flux de trésorerie d'exploitation (approche directe) soit par l'évaluation de chacune de ses composantes (BFR et dotations nettes des reprises): (approche indirecte). Nous adoptons dans le cadre de cette étude, l'approche directe vu sa supériorité par rapport à l'approche indirecte. En effet, la facilité d'application de l'approche directe et la qualité de ses résultats sont déjà prouvées par Hribar et Collins (2002).

$$TA_{i\,t}/A_{i,\,t-1} = a_0\,(1/A_{i,\,t-1}) + a_1\,[(\Delta CA_{i,\,t} - \Delta CCR_{i,\,t})/A_{i,\,t-1}] + a_2\,(PPE_{i,\,t}/A_{i,\,t-1}) + a_3\,(ROA_{i,t-1}) + a_4\,BM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec

BM_{it} : ratio du total des actifs sur le total des actifs moins la valeur comptable des capitaux propres plus la valeur du marché de l'entreprise i à l'année t.

Les *accruals* non discrétionnaires *(ACND)* sont déterminés en estimant les trois modèles d'évaluation de la gestion des résultats par la méthode des moindres carrés ordinaires:

$$ACND_{i,t}/A_{i,t-1} = \hat{a}_0\,(1/A_{i,t-1}) + \hat{a}_1\,[(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \hat{a}_2\,(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})$$

$$ACND_{i,t}/A_{i,t-1} = \hat{a}_0\,(1/A_{i,t-1}) + \hat{a}_1\,[(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \hat{a}_2\,(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{a}_3\,(ROA_{i,t-1})$$

$$ACND_{i,t}/A_{i,t-1} = \hat{a}_0\,(1/A_{i,t-1}) + \hat{a}_1\,[(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \hat{a}_2\,(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{a}_3\,(ROA_{i,t-1}) + \hat{a}_4\,BM_{i,t}$$

$\hat{a}_0$, $\hat{a}_1$, $\hat{a}_2$ $\hat{a}_3$ et $\hat{a}_4$ sont respectivement les estimateurs de la régression par la méthode des moindres carrés ordinaires de a_0, a_1, a_2, a_3 et a_4. Ce modèle suppose que les *accruals* de l'année t de l'entreprise i sont mesurés par le terme d'erreur $\varepsilon_{i,t}$.

Les *accruals* discrétionnaires $(AD_{i,t})$ de l'entreprise i pour l'année t sont obtenus par la différence entre le total des *accruals* $(TA_{i,t})$ et les *accruals* non discrétionnaires $(ACND_{i,t})$.

$$AD_{i,t} = TA_{i,t} - ACND_{i,t}$$

Soit,

$$AD_{i,t} = TA_{it}/A_{i,\,t-1} - [\hat{a}_0\,(1/A_{i,t-1}) + \hat{a}_1\,[(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \hat{a}_2\,(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})]$$

$$AD_{i,t} = TA_{it}/A_{i,t-1} - [\hat{a}_0\,(1/A_{i,t-1}) + \hat{a}_1\,[(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \hat{a}_2\,(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{a}_3\,(ROA_{i,t-1})]$$

$$AD_{i,t} = TA_{it}/A_{i,t-1} - [\hat{a}_0 (1/A_{i,t-1}) + \hat{a}_1 [(\Delta CA_{i,t} - \Delta CCR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \hat{a}_2 (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{a}_3 (ROA_{i,t-1}) + \hat{a}_4 BM_{i,t}]$$

Pour obtenir différents niveaux d'*accruals* discrétionnaires, nous avons procédé au classement des observations *entreprise-année* selon le signe et l'importance des *accruals* discrétionnaires. A l'instar de Kothari et *al*. (2005), nous avons retenu les quartiles supérieurs des *accruals* discrétionnaires ayant les *accruals* discrétionnaires positifs les plus élevés pour déterminer l'échantillon ayant des AD_POS et les quartiles inférieurs des *accruals* discrétionnaires ayant les *accruals* discrétionnaires négatifs les plus élevés pour former le sous-échantillon AD_NEG. Pour le sous-échantillon AD_MODEREE, nous sélectionnons les entreprises ayant des *accruals* discrétionnaires positifs et négatifs de faible ampleur appartenant aux quartiles moyens.

b. Mesure du niveau de *free cash flow* (*FCF*)

Selon Jensen (1986), le *free cash flow* représente le *cash flow* (ou fonds discrétionnaires) à la disposition des dirigeants après financement de tous les projets à VAN positive. Jensen (1986) évoque ainsi deux déterminants de *free cash flow* de l'entreprise : les *cash flows* disponibles dans l'entreprise et ses opportunités de croissance. Les entreprises caractérisées par un niveau de *cash flow* élevé et des opportunités de croissance faibles risquent de voir leurs fonds gaspillés dans des projets insuffisamment rentables. Par contre, la présence de *cash flow* toute seule n'implique pas qu'il sera investi dans des projets de réduction de valeur.

Similairement à la majorité des études ayant examiné le risque du *free cash flow* (Howe et *al*., 1992 ; Agrawal et Jayaraman, 1994 ; Gul et Tsui, 1998), nous retenons la mesure du *cash flow* non distribué utilisée par Lehn et Poulsen (1989) qui se présente ainsi :

$$CF\ non\ distribué = INC - TAX - INTEXP - PFDDIV - COMDIV$$

Où

CF : *Cash flow* non distribué ;

INC : résultat d'exploitation avant dépréciation ;

TAX : total des taxes sur le résultat moins le changement dans les taxes différées de l'année précédente à l'année courante ;

INTEXP : dépenses d'intérêt sur les dettes de court et de long terme ;

PFDDIV : montant total des dividendes sur les actions privilégiées cumulatives et les dividendes sur les actions privilégiées non cumulatives ;

COMDIV : montant total des dividendes sur les actions ordinaires.

Le *cash flow* ainsi calculé est normalisé par la valeur comptable des actifs de l'entreprise pour tenir compte des effets liés à la taille (Poulain-Rehn, 2005). Ce rapport présentera le CF retenu de l'entreprise.

$$CF\ retenu = Cash\ flow\ non\ distribué\ /\ AT$$

Avec *AT* : valeur comptable des actifs

Les opportunités de croissance quant à eux sont mesurées par le Q de Tobin. Cette mesure, définie par le rapport entre la valeur marchande de l'entreprise et sa valeur de remplacement, présente l'avantage d'appréhender le risque anticipé du *free cash flow*. La valeur marchande de l'entreprise est supposée refléter les anticipations du marché sur la capacité d'une entreprise à créer de la valeur. Elle est composée de la somme de la contribution des actifs en place et de la valeur actuelle nette des opportunités futures d'investissement. Un Q de Tobin important est une condition nécessaire pour qu'une entreprise soit à un niveau d'investissement qui maximise sa valeur.

Devant la difficulté d'estimer la valeur de remplacement, nous sommes menés, similairement à la plupart des études qui s'intéressent au sujet, à calculer le Q de Tobin par le rapport entre la valeur marchande (la capitalisation boursière de l'entreprise) et la valeur comptable des actions. Cette mesure est utilisée par Lang et Litzenberger (1989), Howe et *al*. (1992), Denis et *al*. (1994), Gul et Tsui (1998) et Poulain-Rehn (2005). D'après Charreaux (1998), ce ratio est très proche du ratio Q de Tobin.

Lang et Litzenberger (1989) montrent qu'un Q de Tobin moyen supérieur à l'unité est une condition nécessaire pour maximiser la valeur de l'entreprise et qu'un Q de Tobin inférieur à l'unité est une condition suffisante pour qu'une entreprise soit en surinvestissement.

A l'instar de Miguel et Pindado (2001) et Pindado et De la Torre (2009), nous mesurons le niveau de *free cash flow* (FCF) en multipliant le *cash flow* retenu (*CF retenu*) par l'inverse du Q de Tobin. L'utilisation de telle mesure est justifiée de la manière suivante :

Plus *CF* est important et Q est faible, plus le risque de *FCF* est important =>
Plus *CF* est important et 1 / Q est important, plus le risque de *FCF* est important =>
Plus *CF* * 1/Q est important, plus le risque de *FCF* est important.

c. Les dividendes (DIV)

La distribution des dividendes est une décision financière complexe et controversée étant donné que les raisons qui motivent cette décision ne sont pas évidentes. En se referant à l'hypothèse du *free cash flow* de Jensen (1986), Lang et Litzenberger (1989) affirment que l'entreprise a intérêt à augmenter son niveau des dividendes afin de protéger les actionnaires contre une mauvaise allocation des fonds discrétionnaires par les dirigeants. La distribution des dividendes réduit ainsi le problème de *free cash flow*.

Différentes mesures du ratio de paiement des dividendes se présentent, à savoir le taux de distribution des bénéfices[46], le taux de distribution des *cash flow* et le taux de rendement des dividendes. Nous retenons dans le cadre de cette étude comme mesure de la distribution des dividendes, le taux de rendement des dividendes (*DIV*), qui est égal au rapport entre le dividende[47] par action et le cours de l'action. Ce ratio indique l'exigence de rémunération des actionnaires relativement à la valorisation de leur investissement sur le marché. L'avantage de cette mesure, c'est qu'elle est totalement indépendante de toute manipulation potentielle de la

[46] C'est le rapport entre le dividende distribué et le bénéfice net comptable de l'exercice. L'avantage de ce ratio réside qu'il revêt pour les actionnaires externes, en terme d'arbitrage entre distribution et rétention des bénéfices. Toutefois, ce ratio présente deux inconvénients sur le plan empirique. D'une part, il dépend du signe du bénéfice net, une firme réalisant un déficit mais distribuant des dividendes présente un taux de distribution des dividendes négatif. D'autre part, une entreprise qui réalise un faible résultat mais qui maintient ses dividendes d'une année sur l'autre aura un taux de distribution très élevé, pouvant tendre vers l'infini.
[47] Les dividendes sont définis comme la somme des dividendes ordinaires et des dividendes préférentiels.

part des *insiders*, cependant, elle ne reflète pas le niveau de répartition des revenus de l'entreprise et notamment l'importance respective des fonds versés aux actionnaires et des fonds retenus.

Le tableau suivant résume les mesures retenues pour les variables dépendantes :

Tableau I. 3 : Mesures des variables dépendantes

Variables	Abréviations	Mesures
Gestion des résultats	AD_ Jmodifié AD_ Kothari AD_ Raman	Valeur des *accruals* discrétionnaires calculée à partir des modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires (modèle de Jones modifié, modèle de Kothari et *al*. (2005), modèle de Raman et Shahrur (2008))
Niveau du *free cash flow*	FCF	*Cash flow* retenu divisé par le Q de Tobin
Dividendes	DIV	Taux de rendement des dividendes égal au rapport entre le dividende par action et le cours de l'action

2. Mesure des variables indépendantes

Les variables indépendantes, ou exogènes, représentent les mécanismes de gouvernement d'entreprise étudiés. Elles se divisent en quatre groupes. Il s'agit de mesures des variables relatives au conseil d'administration, à la structure de propriété, à la qualité de l'audit externe et au niveau d'endettement de l'entreprise.

a. Le conseil d'administration

Le conseil d'administration constitue un mécanisme privilégié de gouvernement chargé de discipliner les dirigeants d'une entreprise. Dans ce cadre, Hermalin et Weisbach (2003) le qualifient de coeur de la gouvernance. En effet, ce mécanisme de contrôle est chargé de représenter l'intérêt des actionnaires, défendre leur intérêt et lutter contre les gestionnaires non compétents (Fama, 1980; Fama et Jensen, 1983). Une revue des études portant sur le conseil d'administration nous a permis d'identifier plusieurs critères associés à l'efficacité du contrôle exercé par ce mécanisme. Il s'agit principalement de la taille du conseil d'administration, de l'indépendance des administrateurs externes et du cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil.

- Taille du conseil d'administration (TAILL-CA)

Nous mesurons la taille du conseil d'administration *(TAILL-CA)* simplement par le nombre d'administrateurs qui y siègent. Cette mesure a été également utilisée par Yermack (1996), Mak et Ong (1999), Chtourou et *al*. (2001), Godard (2001) et Fernández et Arrondo (2005).

- L'indépendance des administrateurs externes (INDEP)

L'indépendance des administrateurs est l'une des éléments déterminant de gouvernement d'entreprise et de son efficacité. Les indépendants se caractérisent par une vue plus claire et neutre sur l'entreprise, ce qui permet de préserver les intérêts des actionnaires.

Il est à noter que la façon de classifier les administrateurs entre internes et externes ne fait pas l'unanimité. En effet, on distingue généralement trois types d'administrateurs : les administrateurs internes (employés actuels de l'entreprise), les administrateurs externes affiliés et les administrateurs externes indépendants.

Les administrateurs externes indépendants comprennent tous les administrateurs externes dont la seule relation qu'ils possèdent avec l'entreprise est de faire partie de son conseil d'administration. Les actionnaires importants n'ayant aucune autre relation avec l'entreprise ainsi que les administrateurs externes de la société mère ou d'une société filiale font partie de cette catégorie d'administrateurs.

Les administrateurs internes comprennent les membres de la direction et les employés de l'entreprise ainsi que les membres de la direction de la société mère ou d'une filiale.

Les administrateurs externes affiliés sont ceux qui possèdent des liens familiaux ou des relations d'affaires avec la direction. Font partie de cette catégorie, en autres, les avocats, les banquiers, les consultants, les administrateurs de liaison, les cadres supérieurs des agences de marketing avec lesquelles l'entreprise fait affaire, les anciens employés et les membres de la famille des gestionnaires ainsi que les employés d'une autre entreprise qui se trouvent en relation d'affaires avec l'entreprise en question (Chtourou, 2000).

La plupart des études antérieures (Beasley et Petroni, 2001 ; Fernández et Arrondo, 2005) mesurent l'indépendance des administrateurs externes par la proportion des administrateurs externes indépendants par rapport au nombre total des administrateurs membres du conseil d'administration. Nous mesurons alors l'indépendance des administrateurs externes *(INDEP)* par le rapport entre le nombre des administrateurs externes indépendants et le nombre total des administrateurs siégeant dans le conseil d'administration.

- Cumul des rôles de directeur général et de président du conseil (CUMUL)

L'ensemble des rapports, qui analysent dans différents pays le système de gouvernement d'entreprise, recommande une séparation des fonctions du président du conseil d'administration et de directeur général. Ces rapports précisent que la séparation des deux postes constitue un moyen parmi d'autres permettant l'indépendance du conseil.

Le cumul des rôles de directeur général et de président du conseil d'administration *(CUMUL)* est mesuré par une variable dichotomique qui prend la valeur 1 quand les deux postes sont occupés par une même personne et 0 dans le cas contraire. Cette mesure a été utilisée par plusieurs recherches antérieures, nous citons à titre d'exemple Brickley et *al*. (1997), Mak et Ong (1999), Godard et Schatt (2000) et Chtourou et *al*. (2001).

b. La structure de propriété

- Concentration de propriété (Actionnaire de référence) (BLC)

L'existence de détenteurs de blocs de contrôle a été mesurée soit par une variable dichotomique prenant la valeur 1 si le premier actionnaire détient au moins 5% des actions de la société et 0 dans le cas contraire (Defond et Jiambalvo, 1991 ; Dechow et *al*., 1996), soit par le pourcentage cumulé des actions possédées par les détenteurs de blocs de contrôle (Beasley, 1996 ; Chtourou, 2000).

Selon Lapointe (2000), le choix d'un seuil pour les blocs d'actions permettant de détenir le contrôle est influencé par la réglementation locale. Par exemple, la SEC oblige les entreprises à publier le nom des actionnaires détenant plus de 5% des droits de vote. De ce

fait, la plupart des études américaines utilisent un seuil de 5% de détention. Alors qu'au Canada, ce seuil est de 10%.

Dans le cadre de notre étude, la concentration de propriété *(BLC)* est mesurée par le pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire. Cette mesure est également utilisée par Godard (2001) et Fernández et Arrondo (2005).

- La propriété managériale (DIRIG)

Il est démontré qu'en ayant une participation élevée au capital de l'entreprise, les dirigeants ont tendance à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires (Leland et Pyle, 1977). Une mauvaise gestion des ressources de l'entreprise met en effet en danger la portion de leur richesse qui est reliée à la valeur marchande de l'entreprise. Les problèmes reliés à l'horizon temporel s'en trouvent ainsi atténués. En conséquence, les dirigeants-actionnaires sont susceptibles d'exercer un contrôle en limitant le problème de *free cash flow* et, de ce fait, la gestion des résultats.

La majorité des travaux antérieurs se sont référés au pourcentage cumulé des actions détenues par les dirigeants afin de mesurer la propriété managériale. Parmi ces études, on peut citer celle de Warfield et *al*. (1995), Chtourou (2000), Klein (2002), Peasnell et *al*. (2005) …

Dans notre étude, cette variable *(DIRIG)* est mesurée par le cumul du pourcentage des actions en capital détenues par les dirigeants.

c. Qualité de l'audit externe (AUDIT)

Il est généralement admis que les grands cabinets d'audit, soit les « *Big* », permettent une meilleure vérification de la sincérité et de la régularité des états financiers (DeAngelo, 1981 ; Palmrose, 1988 ; Teoh et Wong, 1993). En effet, les cabinets les plus réputés ou de plus grandes tailles sont perçus comme offrant des services de meilleures qualités. Les auditeurs « *Big* » font preuve d'une plus grande rigueur que les autres commissaires aux comptes et sont plus conservateurs dans la formulation de leur opinion.

Nous mesurons la qualité de l'audit externe (AUDIT) par une variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque l'auditeur de l'entreprise appartient aux « *Big* » et 0 dans le cas contraire.

d. Le niveau d'endettement (END)

L'hypothèse de *free cash flow* stipule que les dirigeants emploient le *free cash flow* excessif d'une manière opportuniste. Jensen (1986) suppose que le recours à l'endettement limite la discrétion managériale en réduisant l'accès des dirigeants au *cash flow* de l'entreprise. En effet, la dette représente un engagement de l'entreprise à utiliser son *cash flow* disponible pour payer les intérêts et rembourser le capital, plutôt qu'à le dépenser dans des projets non rentables. L'endettement est donc un moyen de pression sur les dirigeants qui atténue les problèmes d'agence et augmente la valeur de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986…). Dans ce cadre, Nekhili (1999) montre que le marché réagit positivement au niveau d'endettement de l'entreprise. Plus particulièrement, l'auteur confirme que les firmes françaises semblent recourir à des intermédiaires financiers pour résoudre les problèmes d'information asymétrique. Le choix s'oriente vers la dette bancaire, en particulier, lorsque la performance attendue par le marché est faible, ou lorsque les dirigeants ne détiennent aucune part significative du capital. La dette bancaire permet, grâce à la qualité du contrôle exercé par les banques, de réduire l'incertitude et les conséquences certainement néfastes d'une éventuelle sous-estimation. Conformément à la théorie de l'agence, Nekhili (1999) conclut que le recours à l'intermédiaire financier constitue une solution pour les firmes qui cherchent à améliorer leur réputation et à contrôler les dirigeants. La dette bancaire à court terme est utilisée notamment pour signaler, les opportunités d'investissement rentables et la qualité des nouveaux projets. Elle permettrait ainsi de réduire le risque de sous-investissement, mis en évidence par Myers (1977).

Dans le cadre de cette étude, l'endettement est mesuré par le rapport entre « dettes financières » et « total actif ».

Tableau I. 4 : Mesures des variables indépendantes

Variables	Abréviations	Mesures
Taille du conseil	TAILL-CA	Nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration
Indépendance des administrateurs externes	INDEP	Pourcentage d'administrateurs externes indépendants siégeant au conseil d'administration
Dualité des rôles de directeur général et de président du conseil	CUMUL	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si cumul des fonctions, 0 sinon
Concentration de propriété (Actionnaire de référence)	BLC	Pourcentage du capital détenu par le principal actionnaire
Propriété managériale	DIRIG	Pourcentage cumulé d'actions détenues par les dirigeants
Qualité de l'audit externe	AUDIT	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'auditeur externe est parmi les « *Big* », 0 sinon
Niveau d'endettement	END	Rapport entre dettes financières et total actif

3. Mesures des variables de contrôle

Nous présentons ci-après les facteurs susceptibles d'avoir un impact sur la pratique de la gestion des résultats, sur le niveau *de free cash flow* et sur la politique de dividende.

a. La taille de l'entreprise (SIZE)

Pour contrôler l'effet « taille », nous nous référons à l'hypothèse de la visibilité politique selon laquelle, les entreprises de grande taille sont plus vulnérables à des pressions politiques que celles de petite taille. En effet, la taille de l'entreprise est généralement utilisée comme un indicateur de visibilité politique de l'entreprise. Dans ce sens, les gouvernements s'intéressent de près au profit des grandes entreprises puisque plus l'entreprise est grande plus sa capacité à financier le budget de l'Etat par le biais notamment des impôts est élevée (Watts et Zimmerman, 1978). Par conséquent, les dirigeants, cherchant à réduire leur visibilité politique et par la suite les pressions politiques, se voient incités à réduire les bénéfices publiés.

En considérant la taille de l'entreprise comme un indicateur de la visibilité politique, plusieurs chercheurs ont conclu que les entreprises de grandes tailles préfèrent les méthodes comptables qui réduisent le résultat (Zmijewski et Hagerman, 1981 ; Richardson et Morse, 1983 ; Malmquist, 1990).

La taille de l'entreprise *(SIZE)* est mesurée par le logarithme népérien de la valeur comptable de l'actif total. Le recours au logarithme présente l'avantage de contourner le problème d'échelle pouvant résulter de la petitesse des mesures des autres variables du modèle. Cette mesure est utilisée dans plusieurs études telles que celles de Mak et Ong (1999), Godard (2001) et de Fernández et Arrondo (2005).

b. Niveau d'endettement (END)

Il est fréquent que les contrats d'endettement soient assortis de clauses restrictives. Ces clauses sont de nature à délimiter la liberté des dirigeants dans leurs décisions de gestion. Cependant, les dirigeants peuvent utiliser la marge de manoeuvre conférée par les normes comptables pour gérer les résultats à leur avantage. L'objectif de ces manipulations comptables est d'éviter la violation des clauses limitatives des contrats d'endettement qui seraient coûteuses (Defond et Jiambelvo, 1994 ; Sweeney, 1994), de bénéficier d'une baisse du coût de financement qu'un endettement supplémentaire pourrait occasionner et de réduire la perception du risque de faillite (Djama, 2003). D'où la relation positive entre l'ampleur de la gestion des résultats et le taux d'endettement.

Deux thèses opposées justifient l'impact de l'endettement sur la gestion des résultats. D'une part, l'endettement est considéré comme un stimulus aux dirigeants pour manipuler les résultats et d'autre part ce moyen est disponible aux actionnaires afin de contrôler de telles actions.

Pour expliquer le niveau de gestion des résultats, nous avons introduit la variable END comme variable de contrôle. Comme nous avons déjà indiqué, le niveau d'endettement de l'entreprise (END) est mesuré par le ratio dettes financières par rapport au total des actifs.

c. Les opportunités de croissance (CROISS)

Selon la théorie du *free cash flow*, la présence des opportunités de croissance assure la bonne utilisation des fonds dans des projets bénéfiques pour les actionnaires. Inversement, son absence, ou sa faiblesse, permet au dirigeant de profiter des fonds disponibles après financement des projets rentables dans des investissements qui favorisent plutôt son enracinement. Les opportunités de croissance s'exposent donc comme un des déterminants fondamentaux de la présence du problème d'agence du *free cash flow*. Dès lors, les entreprises à fortes opportunités de croissance distribuent moins de dividendes que les entreprises à faibles opportunités de croissance. Par conséquent, le niveau des opportunités de croissance peut influencer négativement le niveau de dividendes.

À l'inverse, cette relation devra être positive conformément à l'hypothèse de signalisation par les dividendes. En effet, les entreprises à fort potentiel de croissance pratiquent des niveaux élevés de dividendes afin de renseigner les investisseurs actuels ou potentiels sur les perspectives futures de l'entreprise.

En considérant les différences entre les régimes légaux des pays, La Porta et *al*. (2000a) trouvent que dans les pays de droit commun, les entreprises en forte croissance versent moins de dividendes car elles ont davantage de projets à financer. Cette relation est moins forte lorsque le pays d'origine de l'entreprise est un pays de droit civil n'offrant pas une bonne protection aux actionnaires minoritaires.

Par ailleurs et selon la perspective informationnelle, les entreprises qui présentent des niveaux de croissance élevés gèrent les résultats à la hausse afin de communiquer cette information à leurs investisseurs. Autrement dit, les entreprises qui présentent des perspectives de croissance élevées essayent de se différencier par rapport aux entreprises ayant de faibles opportunités de croissance et ce, en recourant à la gestion des résultats dans sa perspective de communication.

Les principales mesures rencontrées dans la littérature financière pour apprécier le niveau de croissance future de l'entreprise sont le taux de croissance du chiffre d'affaires, les

dépenses d'investissement ou de R&D, le *price earning ratio* (*PER*) et le ratio de valorisation des actifs (*ratio de Tobin*).

Nous estimons dans le cadre de notre étude que le taux de croissance des ventes (*CROISS*), constitue une mesure appropriée des opportunités de croissance de l'entreprise, étant donné qu'il est moins dépendant des pratiques comptables et des mauvaises évaluations du marché associées aux autres mesures évoquées ci-dessus. Le taux de croissance des ventes (*CROISS*) se calcule en divisant la différence entre le chiffre d'affaire de l'année en cours et celui de l'année précédente par le chiffre d'affaire de l'année précédente.

d. La performance de l'entreprise (ROA)

L'accroissement de la performance conduit à une augmentation du *cash flow*, et par conséquent à une distribution croissante de dividendes. Jensen et *al*. (1992) et Fama et French (2002) trouvent que la rentabilité élevée peut induire un dividende élevé puisqu'une rentabilité élevée implique un *free cash flow* élevé. Gul (1999) trouve une association négative entre la profitabilité et le taux de distribution des bénéfices et une autre, par contre, positive avec le taux de rendement des dividendes. Dans le cadre de cette étude, nous mesurons la variable « performance de l'entreprise » par la rentabilité des actifs (ROA), qui se calcule par le rapport entre le résultat net et le total actif.

Le tableau suivant résume les mesures retenues pour les variables de contrôle :

Tableau I. 5 : Mesures des variables de contrôle

Variables	Abréviations	Mesures
Taille de l'entreprise	SIZE	Logarithme népérien de l'actif comptable
Opportunités de croissance	CROISS	Taux de croissance des ventes qui se calcule en divisant la différence entre le chiffre d'affaire de l'année en cours et celui de l'année précédente par le chiffre d'affaire de l'année précédente
Endettement	END	Ratio Dettes financières / total des actifs
Performance de l'entreprise	ROA	Rentabilité des actifs qui se calcule par le rapport entre le résultat net et le total actif

Dans l'ensemble, le tableau suivant permet de récapituler toutes les hypothèses que nous avons à tester dans notre modèle. Ceci permettra d'avoir une meilleure vue d'ensemble sur l'effet des différentes caractéristiques du gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Tableau I. 6 : Résumé des hypothèses à tester, des signes prévus

Variables	Abréviations	Mesures	Signe prévu sur la relation entre le FCF et la gestion des résultats
Taille du conseil d'administration	**TAILL-CA**	Nombre d'administrateurs composant le conseil d'administration	positif
Indépendance du conseil	**INDEP**	Proportion des administrateurs externes indépendants	négatif
Cumul des fonctions	**CUMUL**	1 s'il n'y a pas séparation entre les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration	positif
Concentration de propriété (Actionnaire de référence)	**BLC**	Pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire	négatif
Propriété managériale	**DIRIG**	Pourcentage cumulé d'actions détenues par les dirigeants	négatif
Qualité de l'audit	**AUDIT**	1 si l'entreprise est auditée par l'un des cabinets appartenant aux «*Big*»	négatif
Niveau d'endettement	**END**	le rapport entre les dettes financières et le total des actifs.	négatif
Dividendes	**DIV**	Taux de rendement des dividendes	négatif

IV. SPECIFICATION DU MODELE : MODELE A EQUATIONS SIMULTANEES

La spécification d'un modèle consiste à déterminer la liste des variables exogènes, à expliquer le choix de ces variables et à définir la forme des relations entre les variables observées via le choix de la forme des paramètres inconnus et à estimer, ainsi que les propriétés aléatoires des termes d'erreurs. La présence des éléments aléatoires, qui ne sont en fait que des variables non observées, signale la qualité comportementale des équations.

Nous proposons d'examiner l'endogénéité des variables dépendantes afin de prendre en considération du problème de simultanéité. En fait, des phénomènes économiques de quelque complexité sont décrits par un ensemble de variables, et leur modélisation requiert en général plus d'une relation, ou équation, reliant ces grandeurs, on parle alors de modèles à équations simultanées. Pour ce faire, nous spécifions et estimons un modèle à équations simultanées dans lequel la gestion des résultats, le problème de *free cash flow*, la politique de dividendes et les mécanismes de gouvernement d'entreprise sont conjointement déterminées.

Rappelons que l'objectif principal du présent travail est d'étudier la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Or, le niveau de *free cash flow* peut être réduit par l'existence de mécanismes de gouvernement efficaces. Ce double statut de la variable « *free cash flow* » (FCF) mesurant le niveau de *free cash flow* entraîne un biais dans les estimations des coefficients lorsque nous employons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), équation par équation[48]. Par conséquent, il est intéressant de tester l'endogénéité de la variable FCF. Par ailleurs, une distribution soutenue de dividendes peut réduire le problème de *free cash flow*. Les mécanismes de gouvernement d'entreprise peuvent donc agir directement sur le niveau de *free cash flow* ou indirectement à travers leur impact sur la politique de distribution de dividendes. Notre modèle vérifie ainsi, dans la deuxième équation, l'effet direct de l'ensemble des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur le niveau du *free cash flow* et tient compte, dans la troisième équation, de l'effet indirect (à travers la politique de distribution de dividendes) de ces mécanismes sur le niveau du *free cash flow*. En plus, les politiques de dividende varient à travers les régimes juridiques (*Commun law* versus *Civil law*). Une meilleure protection des actionnaires étant associée à des dividendes plus élevés. Nous supposons que l'impact direct ou indirect des mécanismes de gouvernance sur le

[48] Voir Koutsoyiannis (1986), pages 332-335, cité dans Bourbonnais (2002).

relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour l'échantillon des entreprises françaises n'est pas le même pour celui des entreprises américaines. Un modèle à équations simultanées est alors mis en place pour pallier à ces problèmes d'endogénéité. La spécification de ce modèle nécessite l'écriture d'équations multiples reliées entre elles au travers de variables figurant dans plusieurs équations. Ce système contient trois variables endogènes, à savoir AD, FCF, et DIV, se présente de la façon suivante :

$$\mathbf{AD_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 FCF_{it} + \alpha_2 END_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 CROISS_{it} + \varepsilon_{1it} \quad \mathbf{(1)}$$

$$\mathbf{FCF_{it}} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 TAILL\text{-}CA_{it} + \beta_3 INDEP_{it} + \beta_4 CUMUL_{it} + \beta_5 BLC_{it} + \beta_6 DIRIG_{it} + \beta_7 AUDIT_{it} + \beta_8 END_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} CROISS_{it} + \varepsilon_{2it} \quad \mathbf{(2)}$$

$$\mathbf{DIV_{it}} = \gamma_0 + \gamma_1 TAILL\text{-}CA_{it} + \gamma_2 INDEP_{it} + \gamma_3 CUMUL_{it} + \gamma_4 BLC_{it} + \gamma_5 DIRIG_{it} + \gamma_6 AUDIT_{it} + \gamma_7 END_{it} + \gamma_8 ROA_{it} + \gamma_9 CROISS_{it} + \varepsilon_{3it} \quad \mathbf{(3)}$$

Avec :

$\varepsilon_{1it} = a_{1i} + \mu_{1it}$

$\varepsilon_{2it} = a_{2i} + \mu_{2it}$

$\varepsilon_{3it} = a_{3i} + \mu_{3it}$

$i = 1, \ldots\ldots\ldots\ldots N$ et $t = 1, \ldots\ldots\ldots\ldots T$

Soit,

N : nombre des entreprises et T : période d'estimation

$\varepsilon_{1it}, \varepsilon_{2it}$ et ε_{3it} : erreurs correspondant respectivement à la première, à la deuxième et à la troisième équation ;

a_i et μ_{it} sont des perturbations aléatoires non corrélées ;

a_{1i}, a_{2i} et a_{3i} : effets individuels spécifiques correspondant respectivement à la première, à la deuxième et à la troisième équation ;

$\alpha_1 \ldots\ldots \alpha_4$: paramètres représentatifs du poids relatif de chaque variable exogène sur la

variable à expliquer AD ;

β_1 ….. β_{10} : paramètres représentatifs du poids relatif de chaque variable exogène sur la variable à expliquer FCF ;

γ_1 …… γ_9 : paramètres représentatifs du poids relatif de chaque variable exogène sur la variable à expliquer DIV ;

α_0, β_0 et γ_0 : constantes correspondant respectivement à la première, à la deuxième et à la troisième équation.

Le traitement économétrique du système d'équations simultanées présenté au part avant soulève deux questions : l'identifiabilité du modèle et la technique d'estimation utilisée. En effet, nous présentons d'abord les conditions d'identification du modèle à équations simultanées. Ensuite, nous exposons la méthode d'estimation à utiliser.

1. Les conditions d'identification

Pour qu'un modèle à équations simultanées soit identifiable, il doit répondre à des conditions d'ordre et des conditions de rang[49] :

- *Les conditions d'ordre*

Les conditions d'ordre sont des conditions nécessaires qui se déterminent équation par équation (Bourbonnais, 2002).

Soit :

g : nombre de variables endogènes du modèle (ou encore nombre d'équations du modèle) ;

k : nombre de variables exogènes du modèle ;

g' : nombre de variables endogènes figurant dans une équation ;

[49] Ces conditions, techniques par nature, sont présentées par Gujarati (1995) et Greene (1997).

k' : nombre de variables exogènes figurant dans une équation ;

e : nombre d'équations dans le modèle.

La condition d'ordre est vérifiée pour une équation donnée, si le nombre de variables endogènes exclues (k – k') plus le nombre de variables exogènes exclues (g – g') est supérieur ou égal au nombre d'équations moins 1 : $(k - k') + (g - g') \geq (e - 1)$.

Etant donné que le nombre de variables endogènes est égal au nombre d'équations (e=g), la condition d'ordre est vérifiée pour une équation si $(k-k') \geq (g'-1)$. Les conditions d'ordre d'identification s'énoncent ainsi :

Si $(k - k') < (g' - 1)$, alors l'équation est sous-identifiée ;
Si $(k - k') = (g' - 1)$, alors l'équation est juste identifiée ;
Si $(k - k') > (g' - 1)$, alors l'équation est sur-identifiée ;

- *Les conditions de rang*

Les conditions de rang garantissent qu'il n'y a qu'une seule solution à la résolution de la forme réduite du système d'équation et, par conséquent, qu'une seule solution à l'estimation des paramètres de la forme structurelle du modèle. Ces conditions sont nécessaires mais, dans la pratique, se révèlent difficiles voire parfois impossibles à mettre en œuvre. Ainsi, les chercheurs se limitent aux conditions d'ordre d'identification (Bourbonnais, 2002). Greene (1997) souligne qu'il est extrêmement rare qu'un système qui remplisse les conditions d'ordre ne remplisse pas les conditions de rang.

2. Les méthodes d'estimation

Deux techniques d'estimation permettent de tester un système d'équations simultanées : la méthode des doubles moindres carrés (*2SLS*), désignée aussi la méthode à information limitée, et la méthode des triples moindres carrés (*3SLS*), connue par la méthode à information complète. La première consiste à estimer le modèle équation par équation, sous l'hypothèse qu'il n'existe pas de corrélations entre les aléas des différentes équations. La seconde considère le modèle dans sa globalité et estime les paramètres sous l'hypothèse qu'il

n'existe pas de corrélations entre les aléas interéquations. La procédure d'estimation des doubles moindres carrés est fondée sur l'application en deux étapes des moindres carrés ordinaires. La méthode des triples moindres carrés pondère les estimateurs par la matrice de variance-covariance des résidus, elle prend en compte la dépendance possible des résidus entre les équations du système. Notons que si la matrice de variance-covariance des résidus est diagonale, les estimateurs par la méthode des triples moindres carrés sont asymptotiquement équivalents aux estimateurs par la méthode des doubles moindres carrés. En outre, si les équations sont juste identifiées, les triples moindres carrés sont égaux aux doubles moindres carrés. En somme, la méthode des triples moindres carrés permet d'améliorer l'efficacité des estimateurs notamment lorsque toutes les équations du système sont sur-identifiées (Bahgat et Bolton, 2005).

Afin d'estimer notre modèle, nous avons choisi d'appliquer la méthode des triples moindres carrés *(3SLS)*. Contrairement à la méthode des doubles moindres carrés *(2SLS)*, cette méthode tient compte de la dépendance entre les termes d'erreurs et permet d'estimer toutes les équations simultanément et non chacune d'elles séparément.

Section 2 : Analyse et discussion des résultats

Cette section est consacrée à l'analyse des résultats empiriques obtenus à partir de notre échantillon d'étude. Tout d'abord, nous présentons une analyse descriptive des données utilisées permettant de décrire les caractéristiques de notre échantillon. Nous présentons ensuite les résultats des modèles de régression.

Afin d'effectuer une étude comparative entre les entreprises françaises et américaines, nous discutons, en premier lieu, les résultats trouvés pour l'échantillon des entreprises françaises, par la suite, nous présentons les résultats de notre analyse empirique relatifs au contexte américain.

I. ANALYSES DESCRIPTIVES ET CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES FRANCAISES

L'analyse uni-variée est une étape qui permet de décrire les caractéristiques de notre échantillon ainsi que les relations entre nos variables explicatives et le problème de *free cash flow* d'une part et la gestion des résultats d'autre part. Nous présentons premièrement les statistiques descriptives relatives à la variable *free cash flow*, celles relatives à la gestion des résultats en second lieu.

1. Statistiques descriptives relatives à la variable « Free cash flow »

Le tableau II.1 présente les statistiques descriptives de la variable « *Free cash flow* » (FCF) caractérisant les entreprises françaises de notre échantillon. Nous constatons que le *free cash flow* moyen est de 0,031 et qu'il est à son maximum de 1,878.

Tableau II. 1 : Statistiques descriptives de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises françaises

Variable	Moyenne	Médiane	Ecart- type	Minimum	Maximum
FCF	0,031	0,022	0,093	-0,260	1,878

Afin d'obtenir des sous-échantillons d'entreprises ayant un niveau faible ou élevé de *free cash flow*, nous décomposons notre échantillon en deux groupes d'entreprises selon leur niveau de *free cash flow* soit inférieur ou supérieur à la médiane[50] (tableau II.2). Le premier groupe (49,9% des observations), dont le *free cash flow* est inférieur à la médiane, ayant un niveau faible de *free cash flow* (FCF_FAIB). Le deuxième groupe (50,1% des observations) présente un niveau de *free cash flow* plus élevé à la médiane et est caractérisé par un niveau élevé de *free cash flow* (FCF_ELEV).

Tableau II. 2 : Statistiques descriptives des deux groupes (FCF_FAIB) et (FCF_ELEV) de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises françaises

Variable		Pourcentage	Fréquence
FCF	Niveau faible de FCF (FCF_FAIB)	49,9	232
	Niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)	50,1	233
Total		100	465

[50] L'avantage principal de la médiane est qu'elle n'est que peu influencée par les valeurs exceptionnelles, ce qui permet donc parfois de mieux représenter la position d'un échantillon sur une échelle de valeurs. En effet, la médiane tient peu ou pas compte des valeurs aberrantes au sein de cet échantillon. La moyenne est, quant à elle, fortement influencée par les valeurs extrêmes.

Pour chaque groupe, nous calculons le minimum, le maximum, la moyenne et l'écart type de chaque variable pouvant caractériser les entreprises. L'objectif est de mettre en relief les facteurs susceptibles de les différencier. Le tableau II.3 couvre les variables continues alors que le tableau II.4 couvre les variables nominales. Le test *t* de student est réalisé dans le but de comparer les moyennes entre les variables continues des deux sous-échantillons d'entreprises. Pour les variables nominales, nous présentons la fréquence de chaque variable pour chacun des deux sous-échantillons ainsi que les résultats du test de χ^2.

Afin d'effectuer les tests de comparaison des moyennes, nous créons une nouvelle variable binaire relative au *free cash flow*. En fait, cette variable prend la valeur 0 si le *free cash flow* est inférieur à la médiane (FCF_FAIB), et la valeur 1 pour les entreprises ayant un niveau de *free cash flow* plus élevé que la médiane (FCF_ELEV).

Tableau II. 3 : Statistiques descriptives des variables continues chez les entreprises françaises ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)

Variables	FCF Binaire	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	t-student *(p-value)*
Total actif (en milliers d'euros)	0	232	11 063 458	18 968 937	139 002 000	29 051	3,327*** *(0,001)*
	1	233	5 968 937	13 605 679	88 600 000	47 715	
DIV	0	232	0,016	0,016	0,097	0	-2,038** *(0,042)*
	1	233	0,019	0,020	0,237	0	
CROISS	0	232	0,088	0,286	2,403	-0,743	-0,400 *(0,689)*
	1	233	0,099	0,307	3,021	-0,990	
TAILL_CA	0	232	10,10	4,016	20	3	3,796*** *(0,000)*
	1	233	8,712	3,859	21	3	
INDEP	0	232	0,482	0,226	1	0	0,233 *(0,816)*
	1	233	0,477	0,246	1	0	
BLC	0	232	0,272	0,206	0,935	0,017	-5,062*** *(0,000)*
	1	233	0,378	0,243	0,903	0,010	
DIRIG	0	232	0,136	0,206	0,765	0	-1,626 *(0,105)*
	1	233	0,170	0,243	0,999	0	
END	0	232	0,256	0,148	0,675	0,0001	1,250 *(0,212)*
	1	233	0,239	0,138	0,583	0,0003	
ROA	0	232	0,023	0,090	0,772	-0,351	-2,426** *(0,016)*
	1	233	0,040	0,063	0,295	-0,467	

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%.

D'après le tableau II.3, les entreprises qui font partie du groupe ayant un niveau élevé de *free cash flow* (FCF_ELEV) sont, en moyenne, de plus petite taille que celles qui font partie du groupe FCF_FAIB. Les différences sont significatives au seuil de 1%. En outre, le groupe des entreprises de FCF_ELEV présente un taux de rendement des dividendes (0,019) supérieurs à celui du groupe des entreprises de FCF_FAIB (0,016).

L'examen des variables liées aux caractéristiques du conseil d'administration nous indique que les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* (FCF_ELEV) ont, en moyenne, un conseil d'administration, de plus petite taille (8 membres) que celui des entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow* (10 membres). Les différences sont significatives au seuil de 1%. En revanche, les entreprises du groupe FCF_ELEV ont un pourcentage d'administrateurs indépendants au sein de leur conseil d'administration plus faible (47,7%) que celui des entreprises du groupe FCF_FAIB (48,2%). Néanmoins, le test *t* de Student n'est pas significatif, et par suite, il n'existe pas de différences significatives entre les deux groupes d'entreprises pour le variable indépendance du conseil d'administration.

En ce qui concerne la structure de propriété, les tests de comparaison des moyennes montrent que les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* ont, en moyenne, une structure plus concentrée que celle des entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*. En effet, le principal actionnaire détient dans l'ordre de 37,8% du capital pour le premier groupe et dans l'ordre de 27,2% pour le second groupe.

En outre, il est intéressant de noter que la proportion moyenne d'actions détenues par les dirigeants des entreprises du groupe FCF_ELEV est plus élevée que celle des entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*. Toutefois, les différences entre les deux groupes ne sont pas significatives.

En outre, nous trouvons que les entreprises qui présentent un niveau élevé de *free cash flow* sont, en moyenne, plus performantes que les entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*. Les différences des moyennes sont significatives au seuil de 5%. En effet, la rentabilité des actifs (ROA) est significativement plus importante pour les entreprises du groupe FCF_ELEV (4%) que celle des entreprises du groupe FCF_FAIB (2,3%). Toutefois,

les variables liées à l'endettement et aux opportunités de croissance ne présentent pas de différences significatives entre les deux groupes d'entreprises.

Tableau II. 4 : Statistiques descriptives des variables discrètes des deux sous-échantillons (FCF_FAIB / FCF_ELEV) des entreprises françaises

Variables		Fréquence		Total	Test de Chi-2 (*p-value*)
		FCF_FAIB	FCF_ELEV		
CUMUL	Non	65	83	148	3,099*
	Oui	167	150	317	*(0,078)*
AUDIT	Non BIG	45	54	99	0,991
	BIG	187	179	366	*(0,320)*

* significativité au seuil de 10%.

La lecture du tableau II.4 montre que le cumul entre les deux fonctions du président du conseil d'administration et du directeur général caractérise les deux sous-échantillons. Cependant, cette attitude est moins fréquente chez les entreprises qui présentent un niveau élevé de *free cash flow*. En effet, 47,3% des observations relatives au cumul des fonctions présentent un niveau élevé de *free cash flow* et 52,7% des observations relatives au cumul des fonctions se caractérisent par un niveau faible de *free cash flow*. En ce qui concerne les entreprises où il y a séparation entre la fonction du président du conseil d'administration et celle du directeur général, 43,9% des observations présentent un niveau faible de *free cash flow* et 56,1% des observations relatives à la séparation entre les deux fonctions se caractérisent par un niveau élevé de *free cash flow*. Les différences entre les groupes sont significatives au seuil de 10%.

Enfin, nous remarquons qu'il n'existe pas de différences significatives entre les deux groupes par rapport à la variable relative à la qualité de l'audit externe. Nous constatons que la qualité de l'audit externe ne limite pas le problème de *free cash flow*. A partir de l'examen des fréquences de la variable « AUDIT », nous trouvons que 48,9% des observations relatives aux entreprises dont les comptes sont audités par un auditeur « *Big* » présentent un niveau élevé de *free cash flow* et 51,1% des observations relatives aux entreprises dont les comptes sont audités par un auditeur « *Big* » présentent un niveau faible de *free cash flow*.

En résumé, les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* sont plus performantes, offrent un meilleur rendement des actions en dividendes, disposent d'un conseil d'administration de plus petite taille avec une séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et sont davantage détenues par un actionnaire

de référence que les entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*. Ces statistiques laissent supposer que les mécanismes de gouvernance sont activés dés lors que le niveau de *free cash flow* atteint un certain niveau.

2. Statistiques descriptives de la variable relative à la gestion des résultats (AD)

Pour obtenir les sous-échantillons des entreprises ayant des niveaux élevés, faibles ou modérés de la gestion des résultats, nous procédons au classement des 465 observations par ordre croissant des *accruals* discrétionnaires (*AD*) selon leur signe et leur importance. Nous sélectionnons les quartiles supérieurs des *AD* ayant les *AD* positifs les plus élevés pour former le sous-échantillon d'entreprises qui gèrent les résultats excessivement à la hausse (AD_POS) et les quartiles inférieurs des *AD* ayant les *AD* négatifs les plus élevés pour former le sous-échantillon d'entreprises qui gèrent les résultats excessivement à la baisse (AD_NEG). Pour constituer le sous-échantillon AD_MODEREE, nous sélectionnons les entreprises ayant des *AD* positifs et négatifs de faible ampleur appartenant aux quartiles moyens. Il s'agit des entreprises qui gèrent modérément leurs résultats.

Le tableau II.5 illustre les statistiques descriptives concernant les trois groupes de gestion des résultats.

Tableau II. 5 : Statistiques descriptives de la variable « Gestion des résultats » (AD) pour l'échantillon des entreprises françaises

	Variable	Fréquence	Pourcentage
AD	AD_NEG	116	24,9
	AD_MODEREE	232	49,9
	AD_POS	117	25,2
Total		465	100

A la lecture du tableau II.5, nous constatons que les deux sous-échantillons d'entreprises qui gèrent les résultats excessivement à la baisse et à la hausse sont presque de même proportion. Les pourcentages sont de 24,9% et de 25,2%, respectivement. Le troisième sous-échantillon, représentant les entreprises qui gèrent les résultats de façon modérée, représente 49,9% des observations.

Dans le but d'effectuer des tests de comparaison des moyennes entre les trois groupes d'entreprises, nous avons crée une nouvelle variable relative à la gestion des résultats (AD).

En fait, cette variable prend la valeur 0 pour le groupe des entreprises qui gèrent leurs résultats excessivement à la baisse (AD_NEG), la valeur 1 pour le groupe des entreprises qui gèrent leurs résultats de façon modérée (AD_MODEREE) et la valeur 2 pour le groupe des entreprises qui gèrent leurs résultats excessivement à la hausse (AD_POS).

Tableau II. 6 : Statistiques descriptives des variables continues des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises

Variables	AD	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	Test *F* *(p-value)*
FCF	0	116	0,030	0,021	0,114	-0,045	
	1	232	0,032	0,340	0,251	-0,026	0,015 *(0,985)*
	2	117	0,030	0,179	1,878	-0,260	
DIV	0	116	0,015	0,013	0,056	0	
	1	232	0,019	0,021	0,237	0	2,462* *(0,086)*
	2	117	0,017	0,017	0,065	0	
Total actif (en milliers d'euros)	0	116	7 055 340	18 400 117	88 600 000	29 051	
	1	232	11 323 282	18 594 638	139 002 000	47 715	7,541*** *(0,001)*
	2	117	4 376 614	7 308 544	31 666 400	40 898	
CROISS	0	116	0,114	0,440	3,021	-0,990	
	1	232	0,059	0,145	0,836	-0,480	3,421** *(0,034)*
	2	117	0,142	0,337	2,403	-0,743	
TAILL_CA	0	116	8,410	4,247	21	3	
	1	232	10,060	3,991	20	3	7,258*** *(0,001)*
	2	117	9,090	3,505	17	3	
INDEP	0	116	0,459	0,235	1	0	
	1	232	0,476	0,226	1	0	1,306 *(0,272)*
	2	117	0,508	0,255	1	0	
BLC	0	116	0,347	0,238	0,930	0,017	
	1	232	0,322	0,235	0,878	0,010	0,860 *(0,424)*
	2	117	0,308	0,219	0,935	0,010	
DIRIG	0	116	0,188	0,245	0,997	0	
	1	232	0,136	0,213	0,8	0	2,064 *(0,128)*
	2	117	0,160	0,230	0,765	0	
END	0	116	0,216	0,138	0,585	0,004	
	1	232	0,261	0,132	0,675	0,0003	3,802** *(0,023)*
	2	117	0,252	0,164	0,601	0,0001	
ROA	0	116	0,049	0,086	0,295	-0,467	
	1	232	0,030	0,048	0,218	-0,167	5,070*** *(0,007)*
	2	117	0,017	0,110	0,772	-0,351	

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Le tableau II.6 des statistiques descriptives des variables continues des trois sous-échantillons indique que les entreprises des trois groupes présentent, en moyenne, le même niveau de *free cash flow*. Autrement dit, les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, à la baisse ou d'une façon modérée se caractérisent par le même niveau de *free cash flow*. Ainsi, il n'existe pas de différences significatives entre les trois groupes d'entreprises par rapport à la variable *free cash flow*.

En outre, les entreprises qui gèrent modérément leurs résultats (AD_MODEREE) distribuent plus de dividendes (taux de rendement des dividendes de 1,9%) que les entreprises des groupes AD_NEG et AD_POS dont les taux de rendement des dividendes sont respectivement de 1,5% et de 1,7%. De plus, les entreprises du groupe qui gèrent leurs résultats d'une façon modérée sont de taille considérablement plus élevée par rapport à celles des entreprises du groupe AD_NEG et AD_POS. Les différences sont significatives au seuil de 1%. Il est intéressant aussi de noter que les entreprises du groupe AD_NEG sont de taille plus importante que celles du groupe AD_POS, ce qui est conforme à l'hypothèse des coûts politiques.

Il importe également de signaler que les entreprises du groupe qui gèrent leurs résultats à la hausse se caractérisent par des opportunités de croissance plus importantes que celles des groupes AD_NEG et AD_MODEREE. Ce résultat corrobore l'hypothèse de signalisation qui stipule que les entreprises qui présentent des niveaux de croissance élevés gèrent les résultats à la hausse afin de communiquer cette information aux investisseurs.

En ce qui concerne les variables liées aux caractéristiques du conseil d'administration, les entreprises du groupe AD_MODEREE ont, en moyenne, un conseil d'administration de plus grande taille que les entreprises des groupes AD_NEG et AD_POS. Les différences des moyennes sont significatives au seuil de 1%. En outre, les entreprises du groupe AD_POS ont un pourcentage d'administrateurs externes indépendants au sein de leur conseil d'administration (50,8%) plus élevé que ceux des entreprises des groupes AD_NEG (45,9%) et AD_MODEREE (47,6%). Cependant, il n'y a pas de différences significatives entre les trois groupes. D'un autre coté, en examinant les fréquences de la variable « CUMUL » (voir tableau II.7), nous constatons que le cumul des rôles de directeur général et de président du conseil d'administration est plus fréquent dans les entreprises du groupe AD_MODEREE que

dans les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse ou à la baisse. Néanmoins, le test de Chi-deux n'est pas significatif, et par suite il n'y a pas de différences significatives entre les trois groupes.

En examinant les variables liées à la structure de propriété, il n'existe pas de différences significatives entre les trois groupes en ce qui concerne la concentration de la propriété et le pourcentage du capital détenu par les dirigeants.

A propos de la variable relative au niveau d'endettement de l'entreprise, les résultats montrent des différences significatives entre les groupes AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS au seuil de 5%. Nous trouvons que les entreprises du groupe AD_MODEREE sont, en moyenne, plus endettées que les entreprises des deux autres groupes. En plus, il est intéressant d'indiquer que les entreprises du groupe AD_POS sont plus endettées que les entreprises du groupe AD_NEG. Ce constat est conforme à l'hypothèse des contrats d'endettement qui précise que les entreprises qui se rapprochent de la limite de violation des termes des contrats d'endettement ont tendance à choisir les méthodes comptables qui augmentent leur résultat.

En outre, nous trouvons que les entreprises du groupe qui gèrent leurs résultats à la baisse (AD_NEG) sont, en moyenne, plus performantes que les entreprises du groupe AD_POS et AD_MODEREE. Les différences des moyennes sont significatives au seuil de 1%. En effet, la rentabilité des actifs (ROA) est significativement plus importante pour les entreprises du groupe AD_NEG (4,9%) que celle des entreprises du groupe AD_MODEREE (3%) et du groupe AD_POS (1,7%).

D'un autre côté, nous constatons que l'auditeur externe de qualité « *Big* » est plus présent dans les entreprises du groupe AD_MODEREE que dans les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse ou à la baisse. Toutefois, le test de Chi-deux appliqué sur la variable qualité de l'audit externe « AUDIT » n'est pas significatif. Il n'existe donc de différences significatives entre les trois groupes.

Tableau II. 7 : Statistiques descriptives des variables discrètes des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises

Variables		Fréquence			Total	Test de Chi-2 (*p-value*)
		AD_ NEG	AD_ MODEREE	AD_ POS		
CUMUL	Non	35	75	38	148	0,196
	Oui	81	157	79	317	*(0,907)*
AUDIT	Non BIG	32	42	25	99	4,150
	BIG	84	190	92	366	*(0,126)*

II. ANALYSE DES RESULTATS DES MODELES DE REGRESSIONS POUR L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES FRANCAISES

1. L'examen de la multicolinéarité entre les variables indépendantes

Avant de réaliser les régressions, il est indispensable d'étudier, les corrélations entre les variables indépendantes et de tester le problème de colinéarité. Nous examinons tout d'abord les corrélations de Pearson entre les variables utilisées dans le cadre de notre analyse empirique, ensuite nous utilisons une deuxième mesure de la colinéarité, à savoir le VIF (*Variance Inflation Factor*). D'après l'annexe IV-1, nous constatons que les variables sont faiblement corrélées. En effet, tous les coefficients de corrélation de Pearson entre les variables indépendantes sont sensiblement inférieurs à 0,6, limite à partir de laquelle le phénomène de colinéarité devient de plus en plus prononcé. En plus, pour les différentes variables indépendantes de notre modèle, les tests *VIF* sont largement inférieurs à 2, valeur sensiblement inférieure à 10, limite suggérée par Myers (1990). Par conséquent, le problème de colinéarité entre les variables indépendantes ne se pose pas.

2. Vérification des conditions d'identification du modèle

Pour qu'un modèle à équations simultanées soit identifiable, il doit répondre à des conditions d'ordre et à des conditions de rang. La mise en œuvre des conditions d'ordre des trois équations de notre modèle est présentée dans le tableau suivant :

Tableau II. 8 : Vérification des conditions d'ordre

Equation	g	k	g'	k'	k-k'	g'-1	
I	3	10	2	3	7	1	k-k' > g'-1; l'équation I est sur identifiée
II	3	10	2	9	1	1	k-k' = g'-1; l'équation II est juste identifiée
III	3	10	1	9	1	0	k-k' > g'-1; l'équation III est sur identifiée

Avec :

g : nombre de variables endogènes du modèle (ou encore nombre d'équations du modèle) ;

k : nombre de variables exogènes du modèle ;

g' : nombre de variables endogènes figurant dans une équation ;

k' : nombre de variables exogènes figurant dans une équation ;

Comme le souligne Greene (1997), il est en pratique extrêmement rare qu'un système qui remplisse les conditions d'ordre ne remplisse pas les conditions de rang. Ainsi, l'application de ces critères dans les trois équations montre que notre système est identifiable.

3. Résultats des modèles de régression : modèle à équations simultanées

Comme déjà indiqué, nous mesurons la gestion des résultats par trois méthodes d'estimation des *accruals* discrétionnaires : le modèle de Jones modifié (1995), le modèle de Kothari et *al*. (2005) et le modèle de Raman (2008). Nous estimons notre modèle empirique par la méthode des triples moindres carrés en utilisant chaque fois l'une de ces mesures de gestion des résultats. L'estimation de la gestion des résultats par le modèle de Kothari et *al*. (2005) nous a permis d'avoir des résultats plus intéressants en termes de significativité que ceux trouvés en utilisant les deux autres mesures de gestion des résultats. Pour cette raison, nous fondons nos interprétations sur les résultats trouvés en utilisant le modèle de Kothari et *al*. (2005) comme mesure de gestion des résultats, les autres résultats sont présentés en annexes VI et VII.

Les estimations par la méthode des triples moindres carrés sont présentées dans les quatre tableaux suivants :

Tableau II. 9 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Modèle global		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	0,488**		
	(2,32)		
SIZE	-0,0009		
	(-0,45)		
DIV		-5,594***	
		(-4,36)	
TAILL-CA		0,004***	0,0008***
		(3,07)	(3,67)
INDEP		0,023	0,010***
		(0,94)	(2,72)
CUMUL		0,019*	0,003*
		(1,94)	(1,77)
BLOC		0,014	0,0003
		(0,67)	(0,09)
DIRIG		-0,048**	-0,007*
		(-2,09)	(-1,75)
AUDIT		0,011	0,001
		(1,04)	(0,49)
END	0,036	0,075**	0,010*
	(1,38)	(2,10)	(1,90)
CROISS	-0,015	-0,064***	-0,008***
	(-1,10)	(-3,15)	(-3,15)
ROA		-0,035	0,032***
		(-0,53)	(3,06)
Constante	-0,003	0,045**	0,0001
	(-0,08)	(1,98)	(0,03)
R^2	0,033	0,040	0,133

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.

Tableau II. 10 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion des résultats à la hausse en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Gestion des résultats à la hausse		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	0,138*		
	(1,65)		
SIZE	-0,010***		
	(-3,80)		
DIV		-11,226***	
		(-3,19)	
TAILL-CA		0,017***	0,001***
		(2,60)	(2,83)
INDEP		0,086	0,022***
		(0,79)	(3,08)
CUMUL		0,059	0,003
		(1,52)	(1,07)
BLOC		0,067	0,011
		(0,68)	(1,46)
DIRIG		-0,016	0,004
		(-0,19)	(0,51)
AUDIT		0,032	0,001
		(0,71)	(0,36)
END	0,017	0,163	0,004
	(0,57)	(1,46)	(0,48)
CROISS	0,012	-0,090*	-0,003
	(0,79)	(-1,66)	(-0,83)
ROA		-0,016	0,028**
		(-0,09)	(2,14)
Constante	0,287***	-0,093	-0,015*
	(4,86)	(-0,85)	(-1,71)
R^2	0,173	0,120	0,155

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.

Tableau II. 11 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion des résultats à la baisse en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Gestion des résultats à la baisse		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	1,089		
	(1,58)		
SIZE	-0,001		
	(-0,57)		
DIV		7,646***	
		(2,78)	
TAILL-CA		-0,072**	0,001***
		(-2,50)	(3,25)
INDEP		-0,427	0,004
		(-1,51)	(0,87)
CUMUL		-0,398**	0,005**
		(-2,32)	(2,10)
BLOC		-0,861**	0,011**
		(-2,15)	(2,03)
DIRIG		0,279	-0,004
		(1,13)	(-0,74)
AUDIT		-0,012	0,0003
		(-0,12)	(0,16)
END	0,119***	-1,414**	0,018**
	(3,40)	(-2,29)	(2,24)
CROISS	-0,077***	0,518**	-0,006**
	(-6,93)	(2,27)	(-2,32)
ROA		0,101	-0,003
		(0,18)	(-0,28)
Constante	-0,083	0,430***	-0,004
	(-1,17)	(1,45)	(-0,80)
R^2	0,375	0,166	0,254

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.

Tableau II. 12 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion modérée des résultats en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Gestion modérée des résultats		
	AD	FCF	DIV
FCF	-0,049		
	(-0,65)		
SIZE	0,0004		
	(0,77)		
DIV		-1,131*	
		(-1,68)	
TAILL-CA		-0,0003	0,0005
		(-0,47)	(1,60)
INDEP		0,014	0,007
		(1,23)	(1,11)
CUMUL		0,001	0,003
		(0,25)	(1,22)
BLOC		0,042***	-0,009
		(3,43)	(-1,41)
DIRIG		-0,034**	-0,015**
		(-2,21)	(-2,26)
AUDIT		0,006	0,004
		(1,06)	(1,15)
END	-0,007	0,008	0,007
	(-0,98)	(0,45)	(0,75)
CROISS	0,005	-0,054**	-0,030***
	(0,83)	(-2,10)	(-3,33)
ROA		0,202**	0,098***
		(2,52)	(3,49)
Constante	-0,009	0,030**	0,006
	(-0,76)	(2,36)	(0,98)
R^2	0,014	0,167	0,172

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.

Nous remarquons que la variable *free cash flow* affecte positivement et significativement, au seuil de 5%, la gestion des résultats. Notre première hypothèse stipulant que les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance sont plus incitées à gérer les résultats que les autres entreprises est donc corroborée. Cette relation est également vérifiée pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse. En effet, nous trouvons que le niveau de *free cash flow* affecte positivement et significativement, au seuil de 10%, la gestion des résultats à la hausse. Autrement dit, les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* sont plus incitées à recourir à des *accruals* discrétionnaires d'augmentation des résultats. En outre, le

coefficient de la variable « *free cash flow* » n'est pas significatif ni dans le cas d'une gestion à la baisse ni d'une gestion modérée des résultats (voir les tableaux II.11 et II.12). Ainsi, nous pouvons conclure que les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* ont plus de tendance à gérer leurs résultats principalement à la hausse. Ce constat confirme les résultats trouvés par plusieurs études antérieures (Shiue et Lin, 2003 ; Chung et *al*., 2005a ; Jaggi et Gul, 2006) qui soutiennent la thèse de l'étendue de la gestion des résultats en présence de *free cash flow*.

Pour l'échantillon global, les coefficients des variables de contrôle (END, SIZE, CROISS) de l'équation (1) sont tous non significatifs. Néanmoins, pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, la variable « taille de l'entreprise » agit négativement et significativement, au seuil de 1%, sur le niveau de gestion des résultats (voir tableau II.10). Autrement dit, plus l'entreprise est de grande taille, moins elle gère ses résultats à la hausse. Ce constat confirme l'hypothèse des coûts politiques. En considérant la taille de l'entreprise comme un indicateur de la visibilité politique, plusieurs chercheurs (Zmijewski et Hagerman, 1981 ; Richardson et Morse, 1983 ; Malmquist, 1990) trouvent que les entreprises de grandes tailles préfèrent les méthodes comptables qui réduisent les résultats.

Pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse, la variable END agit positivement et significativement au seuil de 1% sur le niveau de gestion des résultats (Voir tableau II.11). Plus le niveau d'endettement augmente, plus la gestion des résultats à la baisse augmente, ce qui infirme l'hypothèse d'endettement. En fait, ce résultat supporte ceux des études de DeAngelo et *al*. (1994) et de Jones (2003) qui trouvent que les entreprises proches de la violation de leurs clauses d'endettement ajustent à la baisse leurs résultats. Les auteurs expliquent cette gestion des résultats à la baisse par le désir de dramatiser la situation afin d'obtenir des termes avantageux des contrats de renégociation.

Par ailleurs, le coefficient associé à la variable CROISS est significativement négatif sur le niveau de gestion des résultats à la baisse. Autrement dit, plus l'entreprise présente de bonnes opportunités de croissance, moins elle gère ses résultats à la baisse. Un tel résultat supporte l'hypothèse informationnelle de la gestion des résultats qui souligne que les entreprises ayant de bonnes opportunités d'investissements gèrent leurs résultats à la hausse afin de communiquer cette information à leurs investisseurs.

La variable « dividendes » est introduite dans la deuxième équation de notre modèle empirique comme une variable explicative. Elle devient la variable à expliquer dans la troisième équation. A travers la deuxième équation de notre modèle empirique, nous cherchons à examiner l'impact direct des mécanismes de gouvernance sur le niveau de *free cash flow*. Etant donnée que la distribution de dividendes est supposée réduire le niveau de *free cash flow* qui pourrait être utilisé par les dirigeants des fins personnelles, nous cherchons à examiner à partir de la troisième équation l'impact indirect des mécanismes de gouvernance sur le niveau de *free cash flow* à travers la politique de distribution de dividendes. Ce qui nous permettra d'examiner l'impact des mécanismes de gouvernance sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

La distribution des dividendes présente, selon les résultats de l'estimation des systèmes à équations simultanées, un effet négatif et significatif sur le niveau de *free cash flow*, pour l'échantillon total des entreprises françaises ainsi que pour les sous-échantillons des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse ou d'une façon modérée. Ainsi, pour une distribution soutenue des dividendes, le problème de *free cash flow* est réduit. Ce résultat, qui corrobore ceux de Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993), Lang et *al*. (1996), Gugler (2003) et de Nekhili et *al*. (2009), permet d'affirmer que la distribution massive des dividendes réduit le niveau de *free cash flow* et limite ainsi la gestion discrétionnaire des flux excédentaires. Selon Lang et Litzenberger (1989), l'entreprise a intérêt à augmenter son niveau de dividendes afin de protéger les actionnaires contre une mauvaise allocation des fonds discrétionnaires par les dirigeants. Ainsi, nous acceptons l'hypothèse qui stipule que la distribution massive de dividendes modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Toutefois, cette hypothèse est rejetée pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse. En effet, un accroissement du niveau de dividendes ne réduit pas le problème de *free cash flow*. Donc, l'intérêt d'augmenter la distribution des dividendes n'est pas celui de réduire le niveau de *free cash flow* et qu'il existe d'autres considérations qui poussent les entreprises à agir de cette manière (objectif de signalisation ou raisons fiscales). Dans ce cadre, la politique de distribution dividendes ne jouent pas un rôle disciplinaire dans la réduction du niveau de *free cash flow*.

Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Le premier mécanisme de gouvernement d'entreprise auquel nous nous intéressons pour expliquer la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats est le conseil d'administration. Notre modèle englobe les caractéristiques suivantes liées au conseil d'administration : sa taille, l'indépendance de ses membres et la dualité des rôles de directeur général et de président du conseil. Nos hypothèses supposent l'existence de liens entre ces caractéristiques et la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Les résultats de l'estimation du système d'équations simultanées pour l'échantillon global des entreprises françaises indiquent que la variable relative à la taille du conseil d'administration affecte positivement et significativement le niveau de *free cash flow*. Autrement dit, plus la taille du conseil d'administration est importante, plus le niveau de *free cash flow* augmente. Or, d'après les résultats précédents, il existe une relation positive entre le niveau de *free cash flow* et la gestion des résultats. Par conséquent, un conseil d'administration de grande taille accentue le problème de *free cash flow* et intensifie la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. En effet, un conseil de grande taille accroît les conflits et la probabilité de formation des collusions internes. En plus, l'absence d'une harmonie entre les idées des membres du conseil d'administration offre une marge de manœuvre aux dirigeants et renforce le problème de *free cash flow* (Forbes et Milliken, 1999). Ce constat supporte notre hypothèse stipulant qu'un conseil d'administration de petite taille modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Cette hypothèse est vérifiée également pour les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse. En effet, la variable relative à la taille du conseil d'administration a un effet positif et significatif (0,017) au seuil de 1% sur le niveau de *free cash flow*.

Par ailleurs, nous trouvons qu'un conseil d'administration de grande taille agit positivement et significativement sur la distribution des dividendes. Néanmoins, la taille du conseil d'administration exerce un effet positif et significatif (0,004) au seuil de 1% sur le niveau de *free cash flow* et un effet positif mais faible (0,0008) sur celui de distribution des dividendes. Ce constat est également vérifié pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse. Ce résultat confirme celui de Nekhili et *al*. (2009) qui

trouvent qu'un conseil d'administration de grande taille, bien qu'il affecte positivement et sensiblement le niveau de *free cash flow*, ne favorise que faiblement la croissance du dividende.

La présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration n'a pas d'effet significatif direct sur le niveau de *free cash flow*. En revanche, pour l'échantillon total ainsi que pour le sous- échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, nous trouvons que la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration exerce une influence positive et significative sur la distribution de dividendes. Contrairement à Chen et *al*. (2005b), ce résultat montre que la présence d'administrateurs externes indépendants favorise une distribution de dividendes et réduit, *ipso facto*, le problème de *free cash flow*. Ainsi, plus le nombre d'administrateurs externes indépendants au sein du conseil est important, plus le niveau de *free cash flow* est faible, ce qui réduit à son tour le niveau de la gestion des résultats. Ce résultat confirme l'idée que la présence d'administrateurs externes indépendants augmente l'efficacité du contrôle des dirigeants et favorise une gestion plus efficace des fonds disponibles. L'hypothèse stipulant que la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats est donc vérifiée pour l'échantillon total ainsi que pour le sous- échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse.

Le signe positif du coefficient de la troisième variable liée aux caractéristiques du conseil d'administration, le cumul des rôles de directeur général et de président de conseil, sur le niveau de *free cash flow* ne peut que conforter l'idée qu'une forte concentration du pouvoir peut être à l'origine d'un comportement opportuniste et inefficient de la part du dirigeant, qui aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Ce coefficient est de 0,019 et il est significatif au seuil de 10% pour l'échantillon global des entreprises françaises. Ainsi, une séparation des fonctions réduit le niveau de *free cash flow* et modère la relation entre ce dernier et la gestion des résultats. Dans ce cadre, Jensen (1993) recommande de distinguer le poste de président du conseil de celui de chef de la direction pour réduire le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et limiter les coûts d'agence relatifs au problème de *free cash flow*. Notre hypothèse stipulant que la séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de direction modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats est donc acceptée.

Par ailleurs, le tableau II. 9 montre que le cumul des fonctions de directeur général et de président de conseil exerce un effet positif et significatif (0,003) au seuil de 10% sur la distribution des dividendes. Cet effet plus faible que celui exercé sur le niveau de *free cash flow* implique que la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration agit plutôt directement sur le niveau de *free cash flow*, et moins indirectement puisqu'elle défavorise une distribution soutenue de dividendes.

Impact de la structure de propriété sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Le deuxième mécanisme interne auquel nous nous intéressons est la structure de propriété. Deux variables liées à la structure de propriété sont retenues : la concentration de propriété et la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise.

Les résultats de l'estimation des systèmes à équations simultanées indiquent que la présence de détenteurs de blocs de contrôle n'a pas d'effet significatif direct sur le niveau de *free cash flow* et non plus indirect sur le niveau de distribution de dividendes. Ces résultats soutiennent l'hypothèse de passivité des détenteurs de blocs de contrôle (Del Brio et *al*., 2003 ; Pindado et De la Torre, 2009). Ces actionnaires majoritaires ne peuvent pas contrôler le gaspillage ou la mauvaise utilisation des fonds disponibles du fait qu'ils ne sont pas capables d'accéder à toutes les informations détenues par les dirigeants. Les détenteurs de blocs de contrôle, aussi importants qu'ils soient, ne maîtrisent pas les éléments nécessaires pour le calcul du montant du *free cash flow* et ne peuvent donc le limiter. L'hypothèse qui stipule que la présence des détenteurs de blocs de contrôle modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats n'est pas donc confirmée ni pour l'échantillon global des entreprises françaises ni pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse.

Alors que pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse, la présence de détenteurs de blocs de contrôle exerce un impact négatif sur le niveau de *free cash flow* et un autre positif et significatif sur la distribution de dividendes (voir tableau II.11). La présence de détenteurs de blocs d'actions peut forcer les dirigeants à agir de façon à maximiser la valeur de l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1997). En effet, les

actionnaires majoritaires peuvent influencer les votes lors des assemblées générales et mobiliser aisément des moyens plus importants pour contrôler les dirigeants et protéger leurs investissements. En outre, les détenteurs de blocs de contrôle sont, en l'absence de bonnes opportunités de croissance, plus favorables à la distribution des fonds aux actionnaires sous forme de dividendes (Renneboog et Trojanowski, 2007 ; Kouki et Guizani, 2009). Or, il n'existe pas, d'après ce qui précède, une relation significative entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse. Ceci ne nous permet donc pas de valider notre hypothèse 5 qui stipule que la présence des détenteurs de blocs de contrôle modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour ce sous-échantillon.

D'après le tableau II.9, nous remarquons que la propriété managériale exerce un effet négatif et significatif au seuil de 5% (-0,048) sur le niveau du *free cash flow*. Comme le soulignent Nekhili et *al*. (2009), la présence des dirigeants-actionnaires permet une utilisation efficace des fonds excédentaires et une meilleure maîtrise du niveau de *free cash flow*. Nous trouvons que la propriété managériale exerce également un effet négatif et significatif au seuil de 10% (-0,007) sur la politique de distribution des dividendes. Ce résultat est conforme à ceux de Calvi-Reveyron (2000) et de Poulain-Rehm (2005), qui trouvent, que le pourcentage du capital détenu par les dirigeants est négativement relié au taux de distribution de dividende. Ils justifient leur résultat par le fait que les dirigeants détenant une grande fraction du capital agissent dans l'intérêt des actionnaires, ce qui entraîne la résolution des problèmes d'agence dont le risque de *free cash flow*, et affaiblit ainsi la nécessité du recours au dividende comme mécanisme de contrôle[51]. En revanche, l'effet négatif et significatif de la variable propriété managériale sur le niveau de *free cash flow* plus important que celui observé sur la politique de dividendes montrent la volonté des dirigeants-actionnaires d'agir plutôt directement sur le niveau des flux excédentaires qu'indirectement puisqu'elle défavorise une distribution soutenue de dividendes. La présence des dirigeants-actionnaires réduit ainsi directement le problème de *free cash flow*, et *ipso facto* le recours des dirigeants à une gestion des résultats. Nous pouvons donc accepter l'hypothèse qui stipule que la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

[51] A la différence de ces auteurs, nous prévoyons que la convergence des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires pousse les premiers à verser les fonds excédentaires sous forme de dividendes.

Impact des mécanismes externes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Entant que mécanisme externe de gouvernement d'entreprise, la qualité de l'audit externe n'a pas d'effet significatif ni sur le niveau de *free cash flow* ni sur la politique de distribution des dividendes, et ceci pour les quatre systèmes à équations simultanées. Contrairement, Chung et *al*. (2005a) trouvent que les auditeurs « *Big* » disposent une plus grande capacité à affronter les pressions managériales pour maintenir un jugement indépendant tout en contraignant les *accruals* discrétionnaires essentiellement chez les entreprises présentant un niveau élevé de *free cash flow*. L'hypothèse 7 qui stipule que la qualité de l'audit externe modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats n'est pas donc confirmée.

Par ailleurs, le tableau II.9 montre que l'endettement a un impact positif et significatif, au seuil de 5%, sur le niveau de *free cash flow*. Le recours à l'endettement ne permet donc pas de réduire le niveau de *free cash flow* et n'agit pas de ce fait sur la gestion des résultats. Ce constat contredit l'hypothèse de Jensen (1986) soulignant que l'endettement génère une ponction forcée sur les liquidités de l'entreprise qui limite les fonds à la disposition du dirigeant tout en le contraignant à une gestion plus stricte. Nous rejetons donc l'hypothèse stipulant que le niveau d'endettement modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. En revanche, l'endettement agit positivement et significativement sur la politique de distribution des dividendes, ce qui contredit l'éventualité de substitution entre l'endettement et les dividendes dans la résolution du problème de *free cash flow*, préconisée par Jensen (1986). Ce résultat peut être expliqué par le fait que les entreprises françaises font davantage appel à l'endettement pour assurer à leurs actionnaires une distribution honorable de dividendes même en cas de mauvaise performance. Dans ce cadre, l'endettement peut être considéré, conformément à Nekhili et *al*. (2009), plutôt comme un paramètre manipulé par les dirigeants qu'un véritable outil de contrôle utilisé par les actionnaires.

Toutefois, pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse, le recours à l'endettement a impact négatif et significatif sur le niveau de *free cash flow* et un autre positif et significatif sur la distribution de dividendes (voir tableau II.11). Ce résultat, qui corrobore ceux de Jensen (1986, 1993), Stulz (1990), Lang et *al*. (1996) et Wu (2004)

permet d'affirmer que l'endettement est un mécanisme important de contrôle des comportements opportunistes des dirigeants. La dette limite le pouvoir discrétionnaire des dirigeants en réduisant la quantité de *free cash flow*, ce qui est de nature à affecter les ressources de l'entreprise de manière efficiente dans des projets qui sont susceptibles de créer de la valeur pour les actionnaires. En outre, nous trouvons que les entreprises qui recourent davantage à l'endettement sont celles qui distribuent le plus de dividendes. L'endettement est donc une alternative complémentaire aux dividendes pour diminuer les coûts d'agence liés au *free cash flow*. Or, d'après ce qui précède, il n'existe pas de relation significative entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse. Ceci ne nous permet pas de valider notre hypothèse 8 qui stipule que le niveau d'endettement modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse.

Pour les variables de contrôle, le coefficient relatif à la performance (ROA) est non significatif sur le niveau de *free cash flow* de l'entreprise. Toutefois, il est significativement positif sur le taux de rendement en dividendes, au seuil de 1% pour l'échantillon total des entreprises françaises et au seuil de 5% pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse. Ces résultats s'expliquent par le fait que la disponibilité des fonds offre à l'entreprise la possibilité d'une distribution soutenue de dividendes.

Les opportunités de croissance, deuxième variable de contrôle, agissent d'une manière négative et significative, d'une part, sur le niveau de *free cash flow* et sur le taux de rendement en dividendes, d'autre part. Donc, les entreprises ayant de bonnes opportunités de croissance sont moins exposées au risque de *free cash flow* et distribuent donc moins de dividendes que celles de faibles opportunités de croissance. Ces résultats confirment ceux de Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993) et de Gugler (2003) qui trouvent que le taux de rendement en dividendes est significativement inférieur chez les entreprises à fortes opportunités de croissance. Une autre explication peut justifier la relation négative entre les opportunités de croissance et la politique de distribution de dividendes. Compte tenu des coûts de financement externe, les entreprises en forte croissance versent moins de dividendes car elles devront en priorité trouver les moyens pour financer leurs investissements a priori rentables (Crutchely et *al*., 1999).

III. ANALYSES DESCRIPTIVES ET CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES AMERICAINES

Similairement aux entreprises françaises, nous présentons les statistiques descriptives relatives à la variable *free cash flow* et celles relatives à la gestion des résultats pour l'échantillon des entreprises américaines.

1. Statistiques descriptives relatives à la variable free cash flow

Le tableau III.1 présente les statistiques descriptives de la variable « *free cash flow* » (FCF) caractérisant les entreprises américaines de notre échantillon. Contrairement au *free cash flow* moyen de l'échantillon des entreprises françaises qui est positif, celui des entreprises américaines est négatif (-0,008) ; il est à son maximum de 0,486.

Tableau III. 1 : Statistiques descriptives de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises américaines

Variable	Moyenne	Médiane	Ecart- type	Minimum	Maximum
FCF	-0,008	0,009	0,081	-0,785	0,486

Dans le but de faire des tests de comparaison des moyennes, nous décomposons l'échantillon global des entreprises américaines en deux groupes d'entreprises selon que le niveau de *free cash flow* soit inférieur ou supérieur à la médiane (tableau III.2). Le premier groupe (49,9% des observations), dont le *free cash flow* est inférieur à la médiane, ayant un niveau faible de *free cash flow* (FCF_FAIB). Le deuxième groupe (50,1% des observations) présente un niveau de *free cash flow* plus élevé que la médiane et est caractérisé par un niveau élevé de *free cash flow* (FCF_ELEV).

Tableau III. 2 : Statistiques descriptives des deux groupes (FCF_FAIB) et (FCF_ELEV) de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises américaines

Variable		Pourcentage	Fréquence
FCF	Niveau faible de FCF (FCF_FAIB)	49,9	217
	Niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)	50,1	218
Total		100	435

Comme pour l'échantillon des entreprises françaises, nous créons une variable binaire relative au *free cash flow* qui prend la valeur 0 si le *free cash flow* est inférieur à la médiane (FCF_FAIB), et la valeur 1 pour les entreprises ayant un niveau de *free cash flow* plus élevé que la médiane (FCF_ELEV).

Tableau III. 3 : Statistiques descriptives des variables continues chez les entreprises américaines ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)

Variables	FCF Binaire	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	t-student *(p-value)*
Total actif (en milliers d'euros)	0	217	1 444 396	6 553 828	89 458 000	8 167	-1,713*
	1	218	3 177 906	13 417 422	124 395 000	16 319	*(0,088)*
DIV	0	217	0,004	0,012	0,064	0	-0,893
	1	218	0,005	0,017	0,197	0	*(0,372)*
CROISS	0	217	0,213	0,956	7,942	-0,774	0,396
	1	218	0,185	0,398	4,295	-0,960	*(0,692)*
TAILL_CA	0	217	7,350	1,742	13	4	-3,942***
	1	218	8,090	2,160	16	4	*(0,000)*
INDEP	0	217	0,738	0,139	1	0,286	4,382***
	1	218	0,675	0,159	0,910	0	*(0,000)*
BLC	0	217	0,159	0,144	0,926	0,016	-1,624
	1	218	0,183	0,169	0,928	0,021	*(0,105)*
DIRIG	0	217	0,112	0,171	0,926	0	-1,438
	1	218	0,136	0,181	0,928	0	*(0,151)*
END	0	217	0,137	0,196	1,405	0	-1,328
	1	218	0,166	0,251	1,441	0	*(0,185)*
ROA	0	217	-0,104	0,277	1,794	-1,746	-7,786***
	1	218	0,056	0,125	0,439	-0,695	*(0,000)*

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

La lecture du tableau III.3 montre que les entreprises qui font partie du groupe ayant un niveau élevé de *free cash flow* (FCF_ELEV) sont, en moyenne, de plus grande taille que celles qui font partie du groupe FCF_FAIB. Les différences sont significatives au seuil de 10%. Conformément à l'hypothèse de *free cash flow*, les dirigeants des entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* cherchent à accroître la taille de leurs entreprises au delà du niveau optimal pour plusieurs considérations incluant celles d'augmentation de rémunération, du pouvoir discrétionnaire et du prestige.

En plus, la comparaison du taux de rendement des dividendes des entreprises à fort risque du *free cash flow* à celui des entreprises à faible risque du *free cash flow* montre une différence dans le sens prévu par la théorie du *free cash flow* : les entreprises à fort risque du *free cash flow* présentent un taux de rendement plus élevé. Toutefois, cette différence n'est pas statistiquement significative.

Contrairement aux entreprises françaises, le conseil d'administration des entreprises américaines caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* (FCF_ELEV) est, en moyenne, de plus grande taille (8 membres) que celui des entreprises de *free cash flow* faible (7 membres). Les différences sont significatives au seuil de 1%. En plus, le conseil d'administration des entreprises du groupe FCF_ELEV présente moins d'administrateurs indépendants (67,5%) que celui des entreprises du groupe FCF_FAIB (73,8%). Encore, la différence entre les deux groupes d'entreprises est significative, au seuil de 1%.

L'examen de la structure de propriété des entreprises américaines montre que les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* présente, en moyenne, une structure plus concentrée que celle des entreprises de *free cash flow* faible. En effet, le pourcentage de capital détenu par le principal actionnaire est dans l'ordre de 18,3% et de 15,9% respectivement pour le premier groupe et pour le second groupe. Encore, nous remarquons que le pourcentage d'actions détenu par les dirigeants dans le capital des entreprises de FCF_ELEV est plus élevé que celui dans le capital des entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*. Néanmoins, ces différences ne sont pas statistiquement significatives. Autrement dit, la présence de détenteurs de blocs de contrôle et des actionnaires-dirigeants ne semble pas réduire le niveau de *free cash flow*.

Les tests de comparaisons des moyennes révèlent qu'entre les deux groupes, il existe des dissemblances statistiquement significatives quant à la performance des entreprises, mesuré par la rentabilité des actifs (ROA). En fait, la rentabilité des actifs (ROA) est significativement plus importante dans les entreprises du groupe FCF_ELEV que celle des entreprises du groupe FCF_FAIB.

Similairement aux entreprises françaises, les variables de l'endettement et des opportunités de croissance ne présentent pas de différences significatives entre les entreprises du groupe FCF_ELEV et celles du groupe FCF_FAIB.

Tableau III. 4 : Statistiques descriptives des variables discrètes des deux sous-échantillons (FCF_FAIB /FCF_ELEV) des entreprises américaines

Variables		Fréquence		Total	Test de Chi-2 (*p-value*)
		FCF_FAIB	FCF_ELEV		
CUMUL	Non	103	102	205	0,020
	Oui	114	116	230	*(0,888)*
AUDIT	Non BIG	10	13	23	0,399
	BIG	207	205	412	*(0,528)*

A partir du tableau III.4, nous pouvons conclure que le cumul entre la fonction du président du conseil d'administration et celle du directeur général est légèrement plus fréquent chez les entreprises qui présentent un niveau élevé de *free cash flow*. En effet, 50,4% des observations relatives au cumul des fonctions présentent un niveau élevé de *free cash flow* et 49,6% des observations relatives au cumul des fonctions se caractérisent par un niveau faible de *free cash flow*. Davantage, pour les observations caractérisées par une séparation entre la fonction du président du conseil d'administration et la fonction du directeur général, 50,2% de ces observations présentent un niveau faible de *free cash flow* et 49,8% des observations relatives à la séparation entre les deux fonctions se caractérisent par un problème élevé de *free cash flow*. Toutefois, la différence entre les deux groupes n'est pas significative.

Par ailleurs, il ressort du test de Chi-deux que les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* ne se distinguent pas de celles ayant un niveau faible de *free cash flow* par rapport à la variable relative à la qualité de l'audit externe. A partir de l'examen des fréquences de la variable « AUDIT », nous trouvons que 49,8% des observations relatives aux entreprises dont les comptes sont audités par un auditeur « *Big* » présentent un niveau élevé de *free cash flow* et 50,2% des observations relatives aux entreprises dont les comptes sont audités par un auditeur « *Big* » présentent un niveau faible de *free cash flow*.

A partir de ces statistiques descriptives, nous remarquons qu'il n'existe pas de dissemblances statistiquement significatives quant à plusieurs mécanismes de gouvernance (concentration de propriété, participation du dirigeant dans le capital, séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, niveau d'endettement, qualité de l'audit externe) entre le groupe des entreprises à FCF_ELEV et celui à FCF_FAIB. Deux mécanismes agissent seulement sur le niveau de *free cash flow* mais ils fonctionnent dans un sens inverse à nos suppositions et aux études théoriques en matière de gouvernance. En effet, nous trouvons que le conseil d'administration des entreprises ayant un niveau élevé de *free*

cash flow est de plus grande taille et moins indépendant que celui des entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*.

2. Statistiques descriptives de la variable relative à la gestion des résultats (AD)

Pour tenir compte des différents niveaux de gestion des résultats, nous décomposons notre échantillon d'entreprises américaines en trois sous-échantillons en fonction des quartiles des *accruals* discrétionnaires (négative, modérée, positive). La variable AD est alors définie comme suit :

AD_NEG : variable qui prend la valeur 0 si l'entreprise gère excessivement à la baisse ses résultats (1er quartile).

AD_MODEREE : variable qui prend la valeur 1 si l'entreprise gère à la hausse ou à la baisse ses résultats. Autrement dit, c'est le cas d'une entreprise qui gère modérément ses résultats (2ème et 3ème quartile).

AD_POS : variable qui prend la valeur 2 si l'entreprise gère excessivement à la hausse ses résultats (4ème quartile).

Les statistiques descriptives des trois groupes de gestion des résultats sont exposées dans le tableau III.5 :

Tableau III. 5 : Statistiques descriptives de la variable « Gestion des résultats » (AD) pour l'échantillon des entreprises américaines

Variable		Fréquence	Pourcentage
AD	AD_NEG	109	25,05
	AD_MODEREE	217	49,9
	AD_POS	109	25,05
Total		435	100

La lecture du tableau III.5 montre que les deux sous-échantillons d'entreprises qui gèrent leurs résultats excessivement à la baisse et à la hausse sont de même proportion (25,05%). Le troisième sous-échantillon, regroupant les entreprises qui gèrent leurs résultats de façon modérée, représente 49,9% des observations.

Tableau III. 6 : Statistiques descriptives des variables continues des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines

Variables	AD	N	Moyenne	Écart-type	Max	Min	Test *F* *(p-value)*
FCF	0	109	0,017	0,042	0,232	-0,170	22,287*** *(0,000)*
	1	217	-0,001	0,064	0,285	-0,497	
	2	109	-0,049	0,117	0,486	-0,785	
DIV	0	109	0,008	0,024	0,198	0	7,649*** *(0,001)*
	1	217	0,005	0,012	0,068	0	
	2	109	0,001	0,005	0,052	0	
Total actif (en milliers d'euros)	0	109	4 347 412	18 460 261	124 395 000	12 163	4,070** *(0,018)*
	1	217	2 310 855	7 118 853	82 623 000	16 319	
	2	109	283 431	425 128	2 378 165	8 167	
CROISS	0	109	0,208	0,504	4,295	-0,879	4,649*** *(0,010)*
	1	217	0,109	0,305	1,604	-0,960	
	2	109	0,368	1,289	7,942	-0,872	
TAILL_CA	0	109	8,183	1,801	13	5	7,123*** *(0,001)*
	1	217	7,760	2,236	16	4	
	2	109	7,180	1,498	10	4	
INDEP	0	109	0,706	0,123	0,916	0,428	5,885*** *(0,003)*
	1	217	0,686	0,162	0,900	0	
	2	109	0,747	0,153	1	0,286	
BLC	0	109	0,192	0,189	0,796	0,021	1,418 *(0,243)*
	1	217	0,166	0,158	0,928	0,025	
	2	109	0,159	0,116	0,648	0,016	
DIRIG	0	109	0,095	0,136	0,634	0	2,993* *(0,051)*
	1	217	0,143	0,202	0,928	0	
	2	109	0,114	0,152	0,690	0	
END	0	109	0,145	0,226	1,405	0	0,077 *(0,926)*
	1	217	0,152	0,170	0,774	0	
	2	109	0,157	0,308	1,441	0	
ROA	0	109	0,021	0,247	0,358	-1,746	22,726*** *(0,000)*
	1	217	0,015	0,164	1,794	-0,492	
	2	109	-0,145	0,276	1,355	-1,353	

*** significativité au seuil de 1%, ** significativité au seuil de 5%, * significativité au seuil de 10%.

Les résultats présentés dans le tableau III.6 indiquent que les trois groupes d'entreprises gérant les résultats, à la hausse, à la baisse ou bien d'une manière modérée,

différent de manière significative au niveau de toutes les variables continues, exception faite des variables « niveau d'endettement » et « concentration de la propriété ».

A partir des tests de comparaison des moyennes, nous pouvons déduire que le *free cash flow* agit sur le phénomène de gestion des résultats. En effet, nous remarquons que les entreprises du groupe qui gèrent leurs résultats à la baisse (AD_NEG) sont, en moyenne, caractérisées par un *free cash flow* d'un niveau plus important que celles des groupes AD_MODEREE et AD_POS. Notons aussi que le niveau de *free cash flow* du groupe AD_POS est moins important que celui du groupe AD_MODEREE. En d'autres termes, les entreprises ayant un problème de *free cash flow* gèrent leurs résultats principalement à la baisse.

Pour la variable dividende, mesuré par le taux de rendement des dividendes, nous remarquons que les entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse (AD_NEG) distribuent plus de dividendes (taux de rendement des dividendes de 0,8%) que les entreprises des groupes AD_MODEREE et AD_POS dont les taux de rendement des dividendes sont respectivement de 0,5% et de 0,1%. Les différences sont significatives au seuil de 1%.

Il importe aussi de souligner que les entreprises du groupe AD_NEG sont de taille plus importante que celles des groupes AD_MODEREE et AD_POS et que la différence est statistiquement significative au seuil de 5%. En outre, nous remarquons que la croissance du chiffre d'affaire est plus élevée chez les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse (36,8%) que dans les entreprises des groupes AD_NEG (20,8%) et AD_MODEREE (10,9%). Un tel résultat élucide que les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse semblent avoir plus d'opportunités de croissance que les autres entreprises.

En ce qui concerne les variables liées aux caractéristiques du conseil d'administration, les entreprises du groupe AD_NEG ont, en moyenne, un conseil d'administration de plus grande taille que les entreprises des groupes AD_MODEREE et AD_POS. Les différences des moyennes sont significatives au seuil de 1%. En outre, les entreprises du groupe AD_POS ont un pourcentage d'administrateurs externes indépendants au sein de leur conseil d'administration plus élevé (74,7%) que celui des entreprises des groupes AD_NEG (70,6%) et AD_MODEREE (68,6%). En effet, les différences sont significatives entre les trois

groupes. D'un autre coté, nous constatons à partir du tableau III.7 que le cumul des rôles de directeur général et de président du conseil d'administration marque les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse et celles qui gèrent leurs résultats à la baisse de la même proportion et est plus fréquent dans les entreprises du groupe AD_MODEREE (50,9%). En revanche, le test de Chi-deux n'est pas significatif, et par suite il n'y a pas de différences significatives entre les trois groupes d'entreprises.

Pour la variable « concentration de propriété », nous ne trouvons pas de différences significatives entre les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, celles qui gèrent leurs résultats à la baisse et celles qui gèrent leurs résultats de façon modérée. Tandis ce que pour la variable « DIRIG », deuxième variable liée à la structure de propriété et mesurée par le pourcentage cumulé d'actions détenues par les dirigeants, nous trouvons des différences statistiquement significatives entre les trois groupes au seuil de 10%. En effet, les entreprises qui gèrent leurs résultats de façon modérée se caractérisent par une présence plus importante des actionnaires-dirigeants que les entreprises des groupes AD_POS et AD_NEG.

A propos de la variable endettement, les tests de comparaison des moyennes soulignent qu'il n'existe pas de différences significatives entre les trois groupes d'entreprises. En outre, nous trouvons que les entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse (AD_NEG) sont, en moyenne, plus performantes que les entreprises des deux groupes AD_MODEREE et AD_POS. Les différences des moyennes sont significatives au seuil de 1%.

Quant à la qualité de l'audit externe, le test de Chi-deux pour la variable « AUDIT » n'est pas significatif. Il n'existe pas ainsi de différences significatives entre les entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, celles qui gèrent leurs résultats à la baisse et celles qui gèrent leurs résultats de façon modérée par rapport à la variable relative à la qualité de l'audit externe. Autrement dit, ce mécanisme de gouvernance n'a pas d'influence significative sur la gestion des résultats qu'elle que soit sa nature.

Tableau III. 7 : Statistiques descriptives des variables discrètes des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines

Variables		Fréquence			Total	Test de Chi-2 (*p-value*)
		AD_ NEG	AD_ MODEREE	AD_ POS		
CUMUL	Non	53	100	52	205	0,208
	Oui	56	117	57	230	*(0,901)*
AUDIT	Non BIG	8	11	4	23	1,507
	BIG	101	206	105	412	*(0,471)*

IV. ANALYSE DES RESULTATS DES MODELES DE REGRESSIONS POUR L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES AMERICAINES

1. L'examen de la multicolinéarité entre les variables indépendantes

Pour vérifier l'absence ou la présence de multicolinéarité entre les variables indépendantes, nous avons calculé les coefficients de corrélation de Pearson et les « *Variance Inflation Factors* » (VIF). Les résultats des tests confirment l'absence d'un problème de colinéarité. En effet, d'après l'annexe IV.2, tous les coefficients de corrélation de Pearson entre les variables indépendantes sont inférieurs à 0,6, limite à partir de laquelle le phénomène de colinéarité devient de plus en plus prononcé. En outre, les VIF ont tous une valeur inférieure à 10, limite suggérée par Myers (1990).

2. Vérification des conditions d'identification du modèle

Pour qu'un modèle à équations simultanées soit identifiable, il doit répondre à des conditions d'ordre et des conditions de rang. Comme nous l'avons déjà montré, l'application des critères d'identifiabilité sur les trois équations de notre modèle empirique montre que notre système est identifiable.

3. Résultats des modèles de régression : modèle à équations simultanées

Les résultats des estimations par la méthode des triples moindres carrés sont présentés dans les quatre tableaux suivants :

Tableau III. 8 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Modèle global		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	-1,188***		
	(-6,30)		
SIZE	-0,014***		
	(-3,39)		
DIV		-8,015***	
		(-2,97)	
TAILL-CA		0,007**	0,0006*
		(2,42)	(1,73)
INDEP		-0,084***	-0,003
		(-2,59)	(-0,60)
CUMUL		-0,0001	-0,001
		(-0,01)	(-1,15)
BLOC		0,213***	0,021***
		(3,21)	(3,93)
DIRIG		-0,053	-0,003
		(-1,53)	(-0,63)
AUDIT		0,037	0,006**
		(1,39)	(2,14)
END	0,099***	0,177***	0,012***
	(3,11)	(4,56)	(3,86)
CROISS	0,040***	0,004	-0,001
	(4,39)	(0,62)	(-0,94)
ROA		0,162***	0,002
		(7,66)	(0,83)
Constante	0,246***	-0,051	-0,008
	(2,95)	(-1,20)	(-1,31)
R^2	0,194	0,273	0,093

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.

Tableau III. 9 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion des résultats à la hausse en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Gestion des résultats à la hausse		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	-1,023***		
	(-3,42)		
SIZE	-0,030**		
	(-2,31)		
DIV		-5,737	
		(-0,71)	
TAILL-CA		0,0004	-0,0003
		(0,09)	(-0,89)
INDEP		-0,140***	-0,001
		(-2,72)	(-0,43)
CUMUL		0,024	-0,0007
		(1,38)	(-0,63)
BLOC		-0,091	-0,008
		(-0,72)	(-1,07)
DIRIG		0,043	0,006
		(0,42)	(1,02)
AUDIT		-0,045	0,0002
		(-1,14)	(0,07)
END	0,155**	0,153***	0,001
	(2,42)	(4,42)	(1,06)
CROISS	0,036***	0,014**	0,0001
	(3,09)	(1,97)	(0,25)
ROA		0,156***	0,002
		(4,34)	(1,06)
Constante	0,661***	0,091	0,005
	(2,62)	(1,33)	(1,16)
R^2	0,242	0,341	0,044

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%

Tableau III. 10 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion des résultats à la baisse en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Gestion des résultats à la baisse		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	0,118 (0,35)		
SIZE	0,001 (0,42)		
DIV		-1,628*** (-4,48)	
TAILL-CA		-0,001 (-0,54)	0,0002 (0,21)
INDEP		-0,051 (-1,14)	0,005 (0,23)
CUMUL		0,005 (0,61)	-0,002 (-0,45)
BLOC		0,061** (2,52)	0,023** (1,97)
DIRIG		0,003 (0,09)	0,002 (0,11)
AUDIT		0,021 (1,24)	0,012 (1,34)
END	0,032 (0,96)	0,063*** (3,09)	0,028*** (2,92)
CROISS	-0,036** (-2,45)	-0,006 (-0,81)	-0,005 (-1,35)
ROA		0,070*** (4,04)	-0,0007 (-0,08)
Constante	-0,185** (-2,22)	0,035 (0,78)	-0,015 (-0,62)
R^2	0,069	0,466	0,142

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%

Tableau III. 11 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion modérée des résultats en utilisant le modèle de Kothari

Variables explicatives	Gestion modérée des résultats		
	AD	**FCF**	**DIV**
FCF	-0,017 (-0,14)		
SIZE	-0,001 (-1,04)		
DIV		-1,852 (-0,66)	
TAILL-CA		0,004 (1,62)	0,0007* (1,86)
INDEP		0,031 (1,14)	0,002 (0,46)
CUMUL		-0,003 (-0,30)	-0,002 (-1,37)
BLOC		0,050 (0,89)	0,016** (2,10)
DIRIG		0,033 (0,89)	0,004 (0,69)
AUDIT		0,016 (0,64)	0,005 (1,57)
END	0,007 (0,53)	0,049 (0,87)	0,017*** (3,74)
CROISS	0,008 (0,82)	0,043*** (3,14)	0,00001 (0,00)
ROA		0,121*** (4,34)	0,002 (0,56)
Constante	0,016 (0,55)	-0,089** (-1,97)	-0,011* (-1,69)
R^2	0,052	0,207	0,137

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.

D'après le tableau III.8, nous remarquons que la variable *free cash flow* a un impact négatif et significatif, au seuil de 1%, sur la gestion des résultats des entreprises américaines. Notre première hypothèse stipulant que les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance, sont plus prédisposées à gérer les résultats que les autres entreprises est donc infirmée. Nous constatons aussi, pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, que le *free cash flow* agit négativement et significativement, au seuil de 1%, sur la gestion des résultats. Par ailleurs, le coefficient de la variable *free cash flow* n'est pas significatif ni dans le cas d'une gestion à la baisse ni d'une gestion modérée des résultats (voir les tableaux III.10 et III.11). Ainsi, nous pouvons conclure

que les entreprises américaines caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* ne sont pas incitées à recourir à une gestion des résultats et particulièrement celle à la hausse. Ce résultat peut potentiellement s'expliquer par le fait qu'un environnement légal qui se caractérise par une bonne protection des droits des externes, tel que le cas des États-Unis, limite la capacité des *insiders* de tirer des bénéfices privés de contrôle et constitue une contrainte à la gestion des résultats. En effet, nos résultats s'alignent avec ceux trouvés par Leuz et *al*. (2003) qui supportent l'idée que, dans les pays où l'environnement légal garantit une meilleure protection des investisseurs, la gestion de résultats est relativement faible, alors qu'elle est plus répandue dans les pays où la protection des investisseurs est faible. Ainsi, nous pouvons conclure que les spécificités institutionnelles d'un pays de droit commun telles que celles des États-Unis contraignent les dirigeants à gérer les résultats, notamment à la hausse, même en présence d'un niveau élevé de *free cash flow*.

Les coefficients associés aux variables de contrôle (le niveau d'endettement, la taille de l'entreprise et les opportunités de croissance) de l'équation (1) sont tous significatifs. Pour l'échantillon global et le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, l'endettement agit positivement et significativement sur la gestion des résultats (voir les tableaux III.8 et III.9). Autrement dit, plus le niveau d'endettement est élevé, plus l'entreprise gère ses résultats à la hausse. Ce constat, contradictoire avec le résultat trouvé dans le contexte français, confirme l'hypothèse d'endettement. En effet, plusieurs chercheurs, comme DeFond et Jiambalvo (1994), Beneish et *al*. (2001) et Djama (2003), soulignent que les entreprises fortement endettées choisissent, par crainte de violer les clauses de leurs contrats de prêts, de gérer les résultats plutôt à la hausse.

Par ailleurs, la taille de l'entreprise agit significativement et négativement sur le niveau de gestion des résultats et essentiellement celle à la hausse. Autrement dit, plus la taille de l'entreprise est importante, moins elle gère ses résultats à la hausse. L'explication d'un tel constat est que les grandes entreprises sont plus sensibles aux pressions politiques que les petites et sont ainsi assujetties à un grand transfert de richesse. Ceci les poussent à réduire leurs résultats afin d'atténuer ce transfert.

Pour l'échantillon total des entreprises américaines et le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, le coefficient associé à la variable CROISS

est significativement positif, au seuil de 1%, sur le niveau de gestion des résultats. Dans le cadre de discussions des motivations non opportunistes de la gestion des résultats, notre résultat confirme celui de Gul et *al*. (2003) qui avancent que les dirigeants des entreprises en croissance utilisent les *accruals* discrétionnaires afin de signaler au marché financier leurs opportunités de croissance future surtout lorsque leur rémunération est fonction de leur capacité à fournir une information fiable sur les flux futurs de l'entreprise.

La distribution des dividendes présente, selon les résultats de l'estimation des systèmes à équations simultanées, un effet négatif et significatif sur le niveau de *free cash flow* dans le contexte américain (au niveau du total échantillon). Ainsi, une distribution soutenue des dividendes réduit le problème de *free cash flow*, ce qui confirme la thèse de *free cash flow* soutenue par Jensen (1986) qui explicite le rôle de la distribution des dividendes dans la réduction des fonds excédentaires à la discrétion des dirigeants. Nous trouvons également que la distribution de dividendes a un impact négatif et significatif, au seuil de 1%, sur le niveau de *free cash flow*, pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse. Or, il n'existe pas, d'après ce qui précède, une relation significative entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour ce sous-échantillon (voir tableau III.10). Ceci ne nous permet donc pas de valider l'hypothèse qui stipule que la distribution de dividendes modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la baisse. Par ailleurs, le coefficient de la variable DIV n'est pas significatif ni dans le cas d'une gestion à la hausse ni d'une gestion modérée des résultats (voir les tableaux III.9 et III.11).

Dans ce qui suit, nous discutons l'efficacité des différents mécanismes de gouvernance et leurs possibles complémentarités ou substituabilités dans la résolution du problème de *free cash flow* et dans la modération de la relation entre le niveau de *free cash flow* et la gestion des résultats. En effet, l'efficacité des mécanismes de gouvernance sur le niveau de *free cash flow* est examiné directement ainsi qu'indirectement à travers la politique de dividendes. Comme mécanismes, nous retenons, le conseil d'administration, la structure de propriété, la qualité de l'audit externe et le niveau d'endettement. Plusieurs critères peuvent être utilisés pour évaluer la capacité du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants. Ces critères sont, principalement, relatifs à sa taille, à la présence des administrateurs indépendants et la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général. La

concentration de la propriété et la participation des dirigeants dans le capital sont les deux principaux attributs qui caractérisent la structure de propriété d'une entreprise.

Impact des caractéristiques du conseil d'administration sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Les résultats de l'estimation du système d'équations simultanées pour l'échantillon global indiquent que la variable relative à la taille du conseil d'administration a un impact positif et significatif, au seuil de 5%, sur le niveau de *free cash flow*. Autrement dit, le niveau de *free cash flow* est une fonction croissante de la taille du conseil. Un conseil d'administration de petite taille constitue un terrain favorable à la réalisation de l'harmonie entre les avis des membres du conseil, permet de restreindre la marge de manœuvre du dirigeant et de remédier le risque de *free cash flow*. Par ailleurs, cette variable a également un impact positif et significatif, au seuil de 10%, sur la distribution de dividendes. Néanmoins, l'effet positif et significatif de la taille du conseil d'administration sur la politique de distribution de dividendes (0,0006) est moins important que celui observé sur le niveau de *free cash flow* (0,007). Comme pour le cas des entreprises françaises, nous pouvons conclure qu'un conseil d'administration de petite taille agit directement sur le niveau de *free cash flow* qu'indirectement puisqu'il défavorise une distribution soutenue de dividendes. Notre hypothèse qui stipule qu'un conseil d'administration de petite taille modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats est donc vérifiée.

Pour l'échantillon total ainsi que pour le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse, nous trouvons que la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration exerce une influence significativement négative sur le niveau de *free cash flow*. Autrement dit, plus le nombre d'administrateurs indépendants est important, plus le niveau de *free cash flow* est faible. Ce constat supporte l'idée que les administrateurs indépendants sont considérés comme de bons contrôleurs, agissant dans les meilleurs intérêts de l'entreprise, pour développer une bonne réputation d'experts dans le contrôle (Fama et Jensen, 1983 ; Daily et Dalton, 1994 ; Bhagat et Black, 1999). Leur présence réduit le niveau de *free cash flow* et *ipso facto* le niveau de gestion des résultats. Par conséquent, l'hypothèse 3 stipulant que la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des

résultats est donc vérifiée. Par ailleurs, la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration ne semble pas avoir un impact significatif sur la politique de dividendes. Contrairement au cas français, l'indépendance du conseil d'administration a un effet direct et non indirect sur le niveau de *free cash flow*.

Quant à la troisième caractéristique du conseil d'administration, le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil n'a pas d'impact significatif direct sur le niveau de *free cash flow* et non plus indirect sur la politique de dividendes, et ceci pour les quatre systèmes à équations simultanées. Ces résultats contredissent la recommandation de l'ensemble des rapports qui analysent dans différents pays le système de gouvernement d'entreprise et qui porte sur la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. En fait, cette qualité constitue un moyen parmi d'autres permettant l'indépendance du conseil. Nous rejetons donc l'hypothèse stipulant que la séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Impact de la structure de propriété sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Comme variable caractéristique du mode de gouvernement des entreprises, la structure de propriété est appréhendée par deux aspects à savoir la concentration du capital et la propriété managériale.

Les résultats de l'estimation des systèmes à équations simultanées indiquent que la variable concentration de propriété agit positivement et significativement, au seuil de 1%, sur le niveau de *free cash flow*. Ce résultat conforme à celui de Nekhili et *al*. (2009), contredit la théorie d'agence qui souligne que la concentration du capital est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. Nous avançons trois explications à ce résultat. Premièrement, les actionnaires majoritaires pourraient être tentés d'orienter la stratégie de l'entreprise en faveur de leurs objectifs propres et non de ceux de l'ensemble des actionnaires en s'engageant dans des projets qui leur sont rentables avec des entreprises qui leur sont affiliées ou qui sont sous leur contrôle. Deuxièmement, les détenteurs de blocs de contrôle ont un accès limité à toutes les informations détenues par les dirigeants.

Troisièmement, la relation étroite des détenteurs de blocs de contrôle avec les dirigeants ne leur permet pas de les désavouer dans leurs choix. Toutefois, la concentration de propriété agit positivement et significativement sur la distribution de dividendes. Ce résultat est conforme à ceux de Pindado et De la Torre (2009) et de Renneboog et Trojanowski (2007), qui trouvent, dans les contextes, espagnol et britannique respectivement, que les détenteurs de blocs de contrôle encouragent la distribution des flux discrétionnaires sous forme de dividendes. Ce choix ne se ferait t-il pas alors dans le but d'éviter la confrontation avec les actionnaires minoritaires ? Comme même, nous pouvons conclure que la concentration de propriété a un effet significatif indirect sur le niveau de *free cash flow* à travers la politique de dividendes. Ainsi, plus la propriété est concentrée, plus il y a une distribution de dividendes, plus le niveau de *free cash flow* est faible, ce qui diminue à son tour la gestion des résultats. L'hypothèse stipulant que la présence des détenteurs de blocs de contrôle modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats est donc vérifiée.

Nous remarquons que la propriété managériale n'a pas d'effet significatif ni sur le niveau de *free cash flow* ni sur la politique de distribution des dividendes, et ceci pour les quatre systèmes à équations simultanées. Nous rejetons donc l'hypothèse 6 qui stipule que la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Impact des mécanismes externes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats

Les résultats de l'estimation des quatre systèmes à équations simultanées indiquent que la qualité de l'audit externe n'a pas d'influence significative directe sur le niveau de *free cash flow*. Ce résultat infirme les résultats trouvés par plusieurs chercheurs (Becker et *al*., 1998 ; Krishnan, 2003 ; Chung et *al*., 2005a) qui soulignent le rôle de l'auditeur externe dans la discipline des dirigeants opportunistes spécialement en présence d'un problème de *free cash flow*. Par contre, la qualité de l'audit externe a une influence positive et significative, au seuil de 5%, sur la distribution de dividendes. Un audit externe de meilleure qualité favorise ainsi une distribution soutenue de dividendes et agit indirectement sur le niveau de *free cash flow*. L'audit externe de meilleure qualité modère donc la relation entre le *free cash flow* et la

gestion des résultats. Nous pouvons donc accepter l'hypothèse qui stipule que la bonne qualité de l'audit externe modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.

Par ailleurs, les résultats de l'estimation des systèmes à équations simultanées montrent que l'endettement a un impact significatif sur le niveau de *free cash flow* pour l'échantillon des entreprises américaines et le sous-échantillon des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse. En effet, le coefficient de cette variable est positif et statistiquement significatif, au seuil de 1%. Ce résultat infirme l'hypothèse de contrôle de Jensen (1986) qui considère la dette comme le moyen le plus efficace pour éviter toute mauvaise gestion par les dirigeants des flux monétaires disponible. Dans le même sens, De Jong et Dijk (2007) ne confirment pas l'idée selon laquelle le recours à l'endettement constitue un remède au problème de *free cash flow*. Ils justifient leur résultat par le fait que le niveau d'endettement peut être davantage motivé par des raisons fiscales ou relatives à la gestion du risque de faillite, et non par la volonté d'exercer un contrôle sur les dirigeants. Nous rejetons donc l'hypothèse stipulant que le niveau d'endettement modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. D'autre part, l'endettement agit positivement et significativement sur la politique de distribution des dividendes pour l'échantillon total des entreprises américaines. Nous pouvons donc conclure la complémentarité entre l'endettement et la distribution des dividendes et infirmer l'hypothèse de substitution de Jensen (1986). Comme pour le cas français, l'endettement peut être considéré, conformément à Nekhili et *al*. (2009), plutôt comme un paramètre manipulé par les dirigeants qu'un véritable outil de contrôle utilisé par les actionnaires.

Pour les variables de contrôle, le coefficient relatif à la performance de l'entreprise (ROA) est significativement positif, au seuil de 1%, sur le niveau de *free cash flow*, pour les quatre systèmes à équations simultanées. Toutefois, cette variable n'a pas d'influence significative sur le taux de rendement en dividendes. Un tel résultat confirme que l'accroissement de la performance conduit à une augmentation du niveau de *free cash flow* et n'agit pas cependant sur la politique de distribution de dividendes.

Nous trouvons que les opportunités de croissance, deuxième variable de contrôle, agissent d'une manière positive et significative sur le niveau de *free cash flow*, pour les sous-échantillons des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse ou d'une façon modérée. Ce

résultat surprenant infirme la théorie de *free cash flow* de Jensen (1986) pour ce qui est de la relation supposé négative entre le niveau de *free cash flow* et les opportunités de croissance de l'entreprise. Par ailleurs, nous trouvons une relation non significative entre les opportunités de croissance et la distribution de dividendes pour les quatre systèmes à équations simultanées. Ce résultat infirme également la théorie de *free cash flow* pour ce qui est de la relation supposé négative entre la distribution de dividendes et les opportunités de croissance de l'entreprise. Ce résultat ne supporte non plus celui de La Porta et *al*. (2000a) notifiant qu'avec un système juridique performant (tel que les États-Unis), les actionnaires externes seraient prêts à différer le versement de dividende quand l'entreprise dispose de bonnes opportunités de croissance.

CONCLUSION

Ce chapitre nous a permis de définir notre méthodologie de recherche. Après avoir décrit la procédure de sélection de l'échantillon et de collecte de données, nous avons défini toutes les mesures des variables indispensables pour tester nos hypothèses portant sur l'effet des mécanismes de gouvernance sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Ces variables sont de trois types : dépendantes, indépendantes et de contrôle. Nous avons, ensuite, présenté notre modèle à équations simultanées qui nous a permis d'analyser les données.

Les résultats trouvés montrent des différences majeures entre le contexte français et américain[52]. Pour la France, nous constatons que les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance sont plus incitées à gérer leurs résultats et particulièrement à la hausse. Alors que pour les États-Unis, nous trouvons qu'un niveau élevé de *free cash flow* n'incite pas les dirigeants à gérer leurs résultats, mais réduit leur attitude opportuniste et particulièrement leur volonté à gérer les résultats à la hausse. En effet, les spécificités institutionnelles des États-Unis, pays du droit commun, contraignent les dirigeants à gérer les résultats en dépit de la présence d'un niveau élevé de *free cash flow*. Aussi bien pour la France que pour les Etats-Unis, la politique de distribution des dividendes joue un rôle primordial dans le réduction du niveau de *free cash flow* et modère de ce fait la

[52] Le tableau IV résume les résultats trouvés pour la France et les États-Unis. Nous exposons seulement les résultats relatifs aux échantillons globaux et aux sous-échantillons des entreprises qui gèrent leurs résultats à la hausse et pour lesquels la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats est vérifiée.

relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Pour la France, nous constatons que certains mécanismes de gouvernement d'entreprise modèrent directement la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats (taille du conseil d'administration, cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise et le niveau d'endettement), alors que d'autres modèrent cette relation indirectement à travers leur impact sur la politique de distribution de dividendes (présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration). La concentration de propriété et la qualité de l'audit externe n'agissent ni directement ni indirectement sur le niveau de *free cash flow*. De même, pour le cas américain, certains mécanismes de gouvernement d'entreprise modèrent directement la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats (la taille du conseil d'administration, l'indépendance du conseil d'administration, la concentration de propriété et le niveau d'endettement), alors que d'autres modèrent indirectement cette relation (la qualité de l'audit externe). Tandis ce que, la variable liée au cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et celle liée à la propriété managériale n'agissent ni directement ni indirectement sur le niveau de *free cash flow*.

Globalement, nous pouvons conclure qu'à côté des mécanismes de gouvernance tels que le conseil d'administration, la structure de propriété et autres, que l'environnement légal, qui a été largement étudié dans la littérature notamment par La Porta et *al*. (2000), est un facteur important dans la gestion des risques d'expropriation de la richesse des investisseurs.

Comme nous avons déjà indiqué, un conseil d'administration de petite taille et plus indépendant modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats, aussi bien en France qu'aux États-Unis. Nous avançons comme justification à ces résultats que suite aux recommandations faites dans les rapports de gouvernement en France, les grandes sociétés françaises se sont rapprochées des standards anglo-américains en matière de gouvernement d'entreprise.

Par ailleurs, l'absence d'influence nette, aux États-Unis, de la variable « cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration » tend, de sa part, à conforter l'interprétation de l'obligation de la séparation des fonctions comme la mise en

place d'un dispositif purement « *cosmétique* » visant à répondre de manière formelle aux exigences des codes de bonne gouvernance.

En ce qui concerne la propriété managériale, nous constatons que le niveau de *free cash flow* des entreprises françaises est moins élevé lorsqu'il y a présence des dirigeants-actionnaires. Ce résultat est cohérent avec le cadre théorique de l'agence selon lequel la présence des dirigeants-actionnaires permet d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et d'assurer une bonne utilisation des flux disponibles dans le but de maximiser la richesse des actionnaires. Toutefois, la présence des dirigeants-actionnaires n'exerce aucune influence significative sur le niveau de *free cash flow* des entreprises américaines. Ce résultat peut s'expliquer par la divergence de structure de propriété des entreprises des deux pays.

Contrairement à ce qui est constaté aux États-Unis (la qualité de l'audit externe accroît la distribution de dividendes et réduit, de ce fait, le niveau de *free cash flow*), un auditeur « *Big* » ne permet pas de limiter le niveau de *free cash flow* et *ipso facto* de contenir la gestion des résultats en France. L'environnement judiciaire, et particulièrement le risque de poursuite des grands cabinets plus limité en France, peut être à l'origine de cette différence dans les résultats.

Tableau IV : Résumé des hypothèses à tester, des signes prévus et des résultats

Hypothèses	Signes prévus	Résultats France	Résultats US
H 1 : Les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance, sont plus enclines à gérer leurs résultats que les autres.	+	Ech global : +** AD_POS : +*	Ech global : -*** AD_POS : -***
H 2 : Un conseil d'administration de petite taille modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	+	Ech global : +*** AD_POS : +***	Ech global : +** AD_POS : ns
H 3 : La présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	-	Ech global : ns AD_POS : ns	Ech global : -*** AD_POS: -***
H 4 : La séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	+	Ech global : +* AD_POS : ns	Ech global : ns AD_POS : ns
H 5 : La présence de détenteurs de blocs de contrôle modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	-	Ech global : ns AD_POS : ns	Ech global : +*** AD_POS : ns
H 6 : La participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise modère la relation entre le *free cash flow* et la	-	Ech global : -** AD_POS : ns	Ech global : ns AD_POS : ns

gestion des résultats.			
H 7 : La qualité de l'audit externe modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	-	Ech global : ns AD_POS : ns	Ech global : ns AD_POS : ns
H 8 : Le niveau d'endettement modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	-	Ech global : +** AD_POS : ns	Ech global : +*** AD_POS : +***
H 9 : La distribution des dividendes modère la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats.	-	Ech global : -*** AD_POS : -***	Ech global : -*** AD_POS : ns

* significatif au seuil de 10% ; ** significatif au seuil de 5% ; *** significatif au seuil de 1%.
ns : non significatif.

CONCLUSION GENERALE

La présente étude a pour objectifs, d'une part d'examiner la relation entre le niveau de *free cash flow* et la gestion des résultats. D'autre part, nous étudions l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur le niveau de *free cash flow* afin de mettre en évidence leurs effets sur un aspect subtil de la fiabilité de l'information comptable, à savoir la gestion des résultats induite par la présence d'un problème de *free cash flow*.

En suivant une méthodologie hypothético-déductive, nous avons dressé un modèle théorique à partir duquel nous avons établi neuf hypothèses de recherche. Ces dernières sont réparties en trois groupes. Le premier groupe d'hypothèse se rapporte à la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Un deuxième groupe d'hypothèses est lié à l'impact des mécanismes internes de gouvernement d'entreprise sur cette relation et un troisième groupe s'intéresse à l'influence des mécanismes externes. De même, nous avons accordé une importance particulière à la caractérisation de notre échantillon. Notre étude porte sur un échantillon d'entreprises françaises et un autre d'entreprises américaines. Nous avons considéré un échantillon de 93 entreprises françaises pendant la période 2001-2005, ce qui nous a permis d'avoir un échantillon de 465 observations *entreprise-année*. En ce qui concerne l'échantillon des entreprises américaines, nous avons considéré 87 entreprises sur la même période, soit 435 observations *entreprise-année*. Nous utilisons des données de type panel. Ces données dans leurs dimensions individuelle et temporelle présentent d'importantes disparités inter et intra-individuelles.

En fait, nous avons procédé en quatre étapes :

- D'abord, mesurer le niveau de *free cash flow* des entreprises objet de notre échantillon. La littérature diverge sur la façon de mesurer le *free cash flow* tel que conceptualisé par Jensen (1986). Ce dernier le définie comme étant le *cash flow* en excès de ce qui est requis pour placer tous les projets qui ont des VAN positives, une fois évalué au coût du capital pertinent. La plupart des études portant sur la notion du *free cash flow* (Lang et *al*., 1991 ; Agarwal et Jayaraman, 1994 ; Gul et Tsui, 1998 ; Gul et Jaggi, 1999 ; Gul, 2001) adoptent la mesure du *cash flow* non distribué calculée par Lehn et Poulsen (1989) comme étant le résultat d'exploitation avant amortissements moins les charges d'intérêt, les impôts et les taxes et les dividendes versés. Afin de neutraliser l'effet taille des entreprises, le cash en excès est exprimé sous forme de ratio. Il est rapporté à la valeur comptable du total des actifs

(Lang et *al*., 1991). A l'instar de Miguel et Pindado (2001) et Pindado et De la Torre (2009), nous avons mesuré le niveau de *free cash flow* (FCF) en multipliant le *cash flow* retenu (*CF retenu*) par l'inverse du Q de Tobin.

- Ensuite, déterminer les différents niveaux de la gestion de résultats dans les entreprises françaises et américaines. Nous utilisons les *accruals* discrétionnaires comme une variable mesurant la gestion de résultats. Cette dernière est mesurée par trois méthodes d'estimation des *accruals* discrétionnaires : le modèle de Jones modifié (1995), le modèle de Kothari et *al*. (2005) et le modèle de Raman (2008). Pour interpréter nos résultats empiriques, nous retenons le modèle de Kothari et *al*. (2005) pour estimer la gestion des résultats parce qu'il nous a permis d'avoir des résultats plus intéressants en terme de significativité que ceux trouvés en utilisant les deux autres mesures de la gestion des résultats. En effet, le modèle de Jones modifié (1995) sera ajusté par un indicateur de performance, la rentabilité des actifs. Aussi, les variations du chiffre d'affaires seront ajustées par les variations des ventes à crédit pour corriger les manipulations éventuelles des termes de crédits par les dirigeants. A la différence de l'étude de Kothari et *al*. (2005), nous poursuivons l'approche par les flux préconisée par Hribar et Collins (2002). Nous calculons les *accruals* totaux par la différence entre le résultat net comptable publié et le flux de trésorerie d'exploitation repris à partir de l'état de flux de trésorerie. Pour obtenir des niveaux élevés, faibles ou modérés des *accruals* discrétionnaires, nous procédons au classement des observations en quartiles, selon le signe et l'importance de leurs *accruals* discrétionnaires. Les entreprises ayant les *accruals* positifs les plus élevés forment le sous-échantillon AD_POS (gestion de résultats à la hausse), celles ayant les *accruals* négatifs les plus élevés constituent le sous-échantillon AD_NEG (gestion de résultats à la baisse), et les entreprises ayant des *accruals* positifs et négatifs de faible ampleur appartenant aux quartiles moyens forment le sous-échantillon AD_MODEREE (gestion de résultats modérée).

- Etudier l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. L'existence de *free cash flow* est une source de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Jensen a indiqué que les entreprises ayant de *free cash flow* importants et de faibles opportunités de croissance, gaspillent ces fonds excédentaires dans des investissements destructeurs de valeur au lieu de les distribuer aux actionnaires sous forme de dividendes. En effet, plusieurs recherches antérieures montrent que

les dirigeants utilisent les fonds excédentaires pour entreprendre des investissements à VAN négatives pour des objectifs d'enracinement et d'avantages pécuniaires et non pécuniaires. Les dirigeants manipulent les chiffres pour dissimuler les résultats médiocres résultant de ces investissements. En revanche, un bon système de gouvernance est capable de freiner les comportements opportunistes des dirigeants, réduit notamment le problème de *free cash flow*, et inhibe par conséquent la manipulation des comptes. Les mécanismes étudiés ont trait à la structure du conseil d'administration, à la structure de propriété, à la qualité de l'audit externe, au niveau d'endettement et à la distribution de dividendes.

- Examiner le comportement des entreprises en matière de gestion des résultats dans un contexte international. Dans cette perspective, nous conduisons une étude comparative dans laquelle nous examinerons, sur un échantillon composé de deux pays (la France et les États-Unis), les différences des niveaux de gestion des résultats ainsi que les caractéristiques juridiques, institutionnelles pouvant expliquer de telles disparités. En outre, la protection des investisseurs est un facteur important qui détermine la politique de dividendes. Dans ce cadre, La porta et *al*. (2000a) soulignent que les politiques de dividendes varient à travers les régimes juridiques (*common law vs civil law*) et en fonction de la qualité de la protection légale accordée aux actionnaires : une meilleure protection des actionnaires étant associée à des dividendes plus élevés. Ainsi, avec un système efficace, les actionnaires minoritaires se servent de leur pouvoir légal pour forcer les entreprises à verser des liquidités limitant ainsi le problème de *free cash flow*.

Comme méthode d'analyse statistique des données, nous avons utilisé le modèle à équations simultanées. A travers celui-ci, la gestion des résultats, le problème de *free cash flow*, la politique de dividendes et les mécanismes de gouvernement d'entreprise sont conjointement déterminées. En effet, notre objectif principal est d'étudier la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. Or, le niveau de *free cash flow* peut être réduit par l'existence de mécanismes de gouvernement efficaces. Ce double statut de la variable « *free cash flow* » (FCF) mesurant le niveau de *free cash flow* entraîne un biais dans les estimations des coefficients lorsque nous employons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Par conséquent, il est intéressant de tester l'endogénéité de la variable FCF. Par ailleurs, une distribution soutenue de dividendes peut réduire le problème de *free cash flow*. Ainsi, les mécanismes de gouvernement d'entreprise peuvent agir directement sur le niveau de *free cash*

flow ou indirectement à travers leur impact sur la politique de distribution de dividendes. Un modèle à équations simultanées est alors mis en place pour pallier à ces problèmes d'endogénéité.

Nos résultats empiriques révèlent plusieurs points importants et mettent en exergue des différences entre le contexte français et américain. Pour la France, nous constatons que les entreprises caractérisées par un niveau élevé de *free cash flow* et de faibles opportunités de croissance sont plus incitées à gérer leurs résultats et particulièrement à la hausse. En plus, nous trouvons que la politique de distribution des dividendes joue un rôle primordial dans le réduction du niveau de *free cash flow* et modère de ce fait la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats. En fait, nous remarquons que certains mécanismes de gouvernement d'entreprise modèrent directement la relation entre le *free cash flow* et la gestion des résultats, alors que d'autres modèrent indirectement cette relation à travers la politique de dividendes. La variable relative à la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise agit plutôt directement sur le niveau de *free cash flow*, et moins indirectement puisqu'elle défavorise une distribution soutenue de dividendes. Par ailleurs, la grande taille du conseil d'administration, le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et le niveau d'endettement, bien qu'ils affectent positivement et sensiblement le niveau de *free cash flow*, ne favorisent que faiblement la croissance du dividende. En revanche, la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration ne semble pas avoir une influence directe sur le niveau de *free cash flow* mais agit indirectement à travers la politique de dividendes. Quant aux autres mécanismes étudiés, les résultats ne nous permettent pas de tirer des conclusions. En effet, les variables relatives à la concentration de propriété ainsi que celle relative à la qualité de l'audit externe n'exercent aucune influence significative directe ou indirecte sur le niveau de *free cash flow*.

Pour le cas américain, nous trouvons qu'un niveau élevé de *free cash flow* n'incite pas les dirigeants à gérer leurs résultats, mais réduit leur attitude opportuniste et particulièrement leur volonté à gérer les résultats à la hausse. En effet, les spécificités institutionnelles des États-Unis, pays du droit commun, contraignent les dirigeants à gérer les résultats aussi bien en cas de présence d'un niveau élevé de *free cash flow*. Une bonne protection des investisseurs rend le détournement d'actifs, par les dirigeants ou les actionnaires majoritaires,

légalement plus risqué et plus coûteux, ce qui réduit les manœuvres abusives à l'égard des actionnaires externes et les tentatives d'expropriation des minoritaires par les *insiders*.

Comme pour le cas français, la distribution de dividendes joue un rôle important dans la réduction du niveau de *free cash flow* des entreprises américaines. Nous avons examiné l'efficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise directement sur le niveau de *free cash flow* ainsi qu'indirectement à travers la politique de dividendes. Nous avons constaté que la grande taille du conseil d'administration, la concentration de propriété et le niveau d'endettement, bien qu'ils affectent positivement et sensiblement le niveau de *free cash flow*, ne favorisent que faiblement la croissance du dividende. Plus encore, la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration n'agit que directement sur le niveau de *free cash flow* puisqu'elle n'a aucune influence significative indirecte à travers la politique de dividendes. En revanche, la qualité de l'audit externe ne semble pas avoir une influence directe sur le niveau de *free cash flow* mais elle agit indirectement à travers la politique de dividendes. Les autres variables, à savoir le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et la propriété managériale, n'agissent ni directement ni indirectement sur le niveau de *free cash flow*.

En résumé, l'ensemble de nos résultats met en évidence qu'une meilleure protection légale est associée à une plus grande conformité aux principes comptables, conduisant à une moindre gestion des résultats. Nos résultats reflètent la plus grande capacité d'expropriation des actionnaires minoritaires dans les pays caractérisés par un système juridique moins favorable en termes de protection des actionnaires.

Cette recherche contribue à la littérature portant sur le *free cash flow*, la gestion des résultats et sur le gouvernement d'entreprise. Elle montre que le *free cash flow* est un facteur déterminant du phénomène de manipulation des comptes notamment en France comparativement aux États-Unis. Elle indique en outre que cette relation peut être freinée en présence d'un système de gouvernance efficace. Par ailleurs, nous avons pu confirmer que la différence des régimes juridiques entre les pays est un déterminant de la qualité de l'information financière divulguée aux investisseurs.

Notre axe de recherche peut donner lieu à plusieurs développements. Une première possibilité serait d'intégrer d'autres modes de gouvernance pour mieux apprécier la relation éventuelle entre celles-ci et le niveau de *free cash flow* (tels que le comité d'audit et ses caractéristiques, les investisseurs institutionnels, la rémunération du dirigeant, le marché de prise de contrôle…) et de vérifier l'effet éventuel de ces mécanismes sur la gestion des résultats. Une autre piste serait d'examiner ces relations sur un horizon géographique plus étendu afin de cerner davantage les différences en matière de protection des minoritaires entre les pays de droit commun et les pays de droit civil. Ces différences peuvent être montrées à travers l'examen de l'impact du contrôle des coûts d'agence de *free cash flow* sur la création de valeur actionnariale. Après plus de vingt ans d'existence, la théorie défendue par Jensen (1986) laisse encore ouverte la voie à de nouvelles validations empiriques.

BIBLIOGRAPHIE

- Abbott L.J., Parker S., (2000), « Auditor selection and audit committee characteristics », *Auditing: A Journal of Practice and Theory,* vol. 19, n° 2, pp. 47-66.

- Abbott L.J., Parker S., Peters G.F., (2004), « Audit committee characteristics and restatements: A study of the efficacy of certain Blue Ribbon Committee recommendations », *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, vol. 23, n° 1, pp. 69-87.

- Abdul Rahman R., Abu Bakar A., (2004), « Earnings management and Malaysian corporate acquisitions », *Malaysian Accounting Review Journal,* vol. 3, n° 1, pp. 29-42.

- Aboody D., Kaznik R., (2000), « CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, n° 1, pp. 73-100.

- Agrawal A., Jayaraman N., (1994), « The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory », *Managerial and Decision Economics,* vol. 15, n° 2, pp. 139-148.

- Agrawal A., Knoeber C., (1996), « Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysi*s, vol. 31, n° 3, pp. 377-397.

- Aharony J., Lin C.J., Loeb M.P., (1993), « Initial public offerings, accounting choices, and earnings management », *Contemporary Accounting Research,* vol. 10, n° 1, pp. 21-82.

- Ahmed A.S., Takeda C., Thomas S. (1999), « Bank loan loss provisions: A re-examination of capital management, earnings management and signalling effects », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, n° 1, pp. 1-25.

- Ahmed A.S., Zhou J., (2000), « Discretionary accruals, earnings management and the valuation of earnings », *Journal of Accounting and Bussines Research*, vol. 8, pp. 59-82.

- Allayannis G., Ofek E., (2001), « Exchange rate exposure, hedging and the use of foreign currency derivatives », *Journal of International Money and Finance*, vol. 20, n° 2, pp. 273-296.

- Altamuro J., Beatty A., Weber J., (2005), « Motives for early revenue recognition: Evidence from SEC staff accounting bulletin (SAB 101) », *The Accounting Review*, vol. 80, n° 2, pp. 373-402.

- Amihud Y., Lev B., (1981), « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », *Bell Journal of Economic,* vol. 12, n° 2, pp. 605-618.

- Andrés P., López F.J., Rodríguez J.A. (2005), « Financial decisions and growth opportunities: A Spanish firms panel data analysis », *Applied Financial Economics*, vol. 15, n° 6, pp. 391-407.

- Asthana S.C., Balsam S., Krishnan J., (2004), « Audit firm reputation and client stock price reactions: Evidence from the Enron experience », *The Auditor's Report*, vol. 27, n° 3, pp. 8-11.

- Baker T., Collins D., Reitenga A., (2003), « Stock option compensation and earnings management incentives », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 18, n° 4, pp. 557-582.

- Balsam S., (1998), « Discretionary accounting choices and CEO compensation », *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, n° 3, pp. 229-252.

- Balsam S., Chen H., Sankaraguruswamy S., (2003), « Earnings management prior to stock options grants », *working paper,* http://ssrn.com/abstract=378440.

- Barth M., Kazsnik R., McNichols M. (2001), « Analyst coverage and intangible assets », *Journal of Accounting Research*, vol. 39, n° 1, pp. 1-34.

- Bartov E., Givoly D., Hayn C., (2002), « The rewards to meeting or beating earnings expectations », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 33, n° 2, pp. 173-204.

- Bartov E., Gul F.A., Tsui J.S.L., (2000), « Discretionary accruals models and audit qualifications », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 30, n° 3, pp. 421-452.

- Bates T.W., (2005), « Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds », *Journal of Finance,* vol. 60, n° 1, pp. 105-135.

- Baysinger B., Butler H., (1985), « Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition », *Journal of Law Economics and Organizations,* vol. 1, n° 1, pp. 101-124.

- Beasley M.S., (1996), « An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud », *The Accounting Review,* vol. 71, n° 4, pp. 443-465.

- Beasley M.S., Petroni K.R., (2001), « Board independence and audit firm type », *Auditing: A Journal of Practice and Theory,* vol. 20, n° 1, pp. 96-114.

- Beasley M., Salterio S., (2001), « The relationship between board characteristics and voluntary improvements in audit committee composition and experience », *Contemporary Accounting Research,* vol. 18, n° 4, pp. 539-570.

- Becker C.L., DeFond M.L., Jiambalvo J., Subramanyam K.R., (1998), « The effect of audit quality on earnings management », *Contemporary Accounting Research,* vol. 15, n° 1, pp. 1-24.

- Bédard J., Chtourou S.M., Courteau L., (2004), «The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management », *Auditing*, vol. 23, n° 2, pp. 13-36.

- Beneish M.D., (1997), « Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 16, n° 3, pp. 271-309.

- Beneish M.D., (2001), « Earnings management: A perspective », *Managerial Finance,* vol. 27, n° 12, pp. 3-19.

- Beneish M.D., Press E., Vargus M., (2001), « The relation between incentives to avoid debt covenant default and insider trading », *working paper,* http://ssrn.com/abstract=268548.

- Berger P.G., Hann R., (2003), « The impact of SFAS n°.131 on information and monitoring », *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n° 2, pp. 163-223.

- Berger A., Ofek E., (1995), « Diversification's effect on firm value », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n° 1, pp. 39-65.

- Berger P., Ofek E., Yermach D., (1997), « Managerial entrenchment and capital structure decisions », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, pp. 1411-1438.

- Bergstressera D., Philippon T., (2006), « CEO incentives and earnings management », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 3, pp. 511-530.

- Berle A., Means G., (1932), « The modern corporation and private property », *New-York: Mac Millan*.

- Bernard V.L., Skinner D.J., (1996), «What motivates managers' choice of discretionary accruals? », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 22, n° 1-3, pp. 313-325.

- Bhagat S., Black B., (1999), « The uncertain relationship between board composition and firm performance », *Business Lawyer,* vol. 54, pp. 921-963.

- Bourbonnais R., (2002), « Econométrie, manuel et exercices corrigés », *édition Dunod*.

- Bowen R.M., DuCharme L., Shores D., (1995), « Stakeholders' implicit claims and accounting method choice », *Jounal of Accounting and Economics*, vol. 20, n° 3, pp. 255-295.

- Bradbury M.E., Mak Y.T., Tan S.M., (2006), « Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals », *Pacific Accounting Review*, vol. 18, n° 2, pp. 47-68.

- Brealey R.A., Myers S.C., (2000), « Principles of corporate finance », *6th ed. New York, McGraw Hill.*

- Breton G., Stolowy H., (2004), « Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework », *Review of Accounting and Finance*, vol. 3, n° 1, pp. 5-69.

- Brickley J., Coles L., Jarrell G., (1997), « Corporate leadership structure on the separation of the position of CEO and chairman of the board », *Journal of Corporate Finance,* vol. 3, pp. 189-220.

- Brickley J., Coles J., Terry R., (1994), « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of Financial Economics,* vol. 35, n ° 3, pp. 371-390.

- Brown P.R., (1999), « Earnings management: A subtle twist to earnings quality », *Journal of Financial Statement Analysis*, vol. 4, n° 2, pp. 61-63.

- Burgstahler D., Dichev I., (1997), « Earnings management to avoid earnings decreases and losses », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 24, n° 1, pp. 99-126.

- Bushee B.J., (1998), « The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour », *The Accounting Review,* vol. 73, n° 3, pp. 305-333.

- Calvi-Reveyron M. (1999), « Risque de surinvestissement, signalisation et annonce du dividende : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie,* vol. 2, n° 3, pp. 115-145.

- Calvi-Reveyron M. (2000), « Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionnariat », *Finance Contrôle Stratégie,* vol. 3, n° 1, pp. 81-116.

- Carcello J.V., Neal T.L., (2003), « Audit committee characteristics and auditor dismissals following « new » going-concern reports », *The Accounting Review,* vol. 78, n° 1, pp. 95-117.

- Chalayer S., Dumontier P., (1996), « Performances économiques et manipulations comptables : une approche empirique », *Actes du congrès de l'Association Française de Comptabilité,* pp. 803-817.

- Charitou A., Louca C., (2004), « Earnings management by foreign firms preceding their listing in US stock exchanges », *European Accounting Association Congress*, *April 2004, Prague*.

- Charreaux G., (1997), « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *le gouvernement des entreprises, Corporate governance : théories et faits, Economica*, p. 142.

- Charreaux G., Pitol-Belin J., (1990), « Le conseil d'administration », *Vuibert Gestion*.

- Chen K.Y., Lin K.L., Zhou J., (2005a), « Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms », *Managerial Auditing Journal, Bradford*, vol. 20, n° 1, pp. 86-105.

- Chen Z., Cheung Y.L., Stouraitis A., Wong A.W.S., (2005b), « Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 4, pp. 431- 449.

- Cheng Q., Warfield T., (2005), « Equity incentives and earnings management », *Accounting Review*, vol. 80, n° 2, pp. 441- 477.

- Chtourou M.S., (2000), « Gestion du bénéfice et gouvernement d'entreprise : une étude empirique », *Thèse de doctorat, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval Québec.*

- Chtourou M.S., Bedard J.M., Courteau L., (2001), « Corporate governance and earnings management », *working Paper*, Laval University.

- Chung K., Charoenwong C., (1991), « Investment options, assets in place, and the risk of stocks », *Financial management,* vol. 20, n° 3, pp. 21-33.

- Chung R., Firth M., Kim J.B., (2005a), « Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring », *Journal of Business Research,* vol. 58, n° 6, pp. 766-776.

- Chung R., Firth M., Kim J.B., (2005b), « FCF agency costs, earnings management and investor monitoring », *Corporate Ownership and Control,* vol. 2, n° 4, pp. 51-61.

- Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H., Lang L.H.P., (2000), « The separation of ownership and control in East Asian corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, pp. 81-112.

- Clikeman P.M., (2003), « Where auditors fear to tread », *The internal Auditor*, *Altamonte Springs*, vol. 60, n° 4, pp. 75-112.

- Core J.E., (2000), « Directors and officers' insurance premiums: An outside assessment of the quality of corporate governance », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 16, n° 2, pp. 449-477.

- Cormier D., (2002), « Comptabilité anglo-saxonne et internationale », *Economica*.

- Cormier D., Magnan M., (1995), « La gestion stratégique des résultats : le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un appel public à l'épargne », *Comptabilité Contrôle Audit,* vol. 1, n° 1, pp. 45-61.

- Cormier D., Magnan M., Zéghal D.M., (2000), « Le contenu informationnel et la capacité prédictive des mesures de performance financière : une comparaison France, Etats-Unis et Suisse », *papier de recherche, Centre de Recherche en Gestion, Document 01- 2000.*

- Crutchley C.E., Jensen M.R.H., (1996), « Changes in corporate debt policy: Information asymmetry and agency factors », *Managerial Finance,* vol. 22, n° 2, pp. 1-16.

- Daily C., Dalton D., (1993), « Board of directors leadership and structure: Control and performance implications », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 17, n° 3, pp. 65-81.

- Dalton D., Daily C., Ellstrand A., Johnson J., (1999), « Number of directors and financial performance: A meta-analysis », *Academy of Management Journal*, vol. 42, pp. 674-686.

- DeAngelo H., DeAngelo L., (2000), « Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company », *Journal of Financial Economics,* vol. 56, n° 2, pp. 153-207.

- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D., (1994), « Accounting choice in troubled companies », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 17, n° 1-2, pp. 113-143.

- DeAngelo L., (1981), « Auditor size and audit quality », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 3, n° 3, pp. 183- 199.

- DeAngelo L.E., (1986), « Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders », *The Accounting Review,* vol. 61, n° 3, pp. 400-420.

- DeAngelo L.E., (1988), « Managerial competition, information costs and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 9, n° 1, pp. 3-36.

- Dechow P., (1994), « Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, n° 1, pp. 3- 42.

- Dechow P., Kothari S., Watts R., (1998), « The relation between earnings and cash flows », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 25, n° 2, pp. 133-168.

- Dechow P.M., Skinner D.J., (2000), « Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators », *Accounting Horizons*, vol. 14, n° 2, pp. 235-250.

- Dechow P., Sloan R., (1991), « Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 14, n° 1, pp. 51-89.

- Dechow P., Sloan R., Sweeney A., (1995), « Detecting earnings management », *The Accounting Review,* vol. 70, n° 2, pp. 193-225.

- Dechow P., Sloan R., Sweeney A., (1996), « Causes and consequences of earnings manipulation and analysis of firms subject to enforcement by the SEC », *Contemporary Accounting Research,* vol. 13, n° 1, pp. 1-36.

- Deffains B., Guigou J.D., (2002), « Droit, gouvernement d'entreprise et marché de capitaux », *Revue d'économie politique, numéro spécial Droit et Economie,* Cahier de recherche n° 2002-04.

- Defond M., Jiambalvo J., (1991), « Incidence and circumstances of accounting errors », *The Accounting Review*, vol. 66, n° 3, pp. 643-655.

- Defond M., Jiambalvo J., (1993), « Factors related to auditor-client disagreements over income-increasing accounting methods », *Contemporary Accounting Research,* vol. 9, n° 2, pp. 415- 431.

- Defond M., Jiambalvo J., (1994), « Debt covenant violation and manipulation of accruals », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 17, n° 1-2, pp. 145-176.

- Degeorge F., Patel J., Zechhauser R., (1999), « Earnings management to exceed thresholds », *Journal of Business,* vol. 72, n° 1, pp. 1-33.

- De Jong A., Dijk R.V., (2007), « Determinants of leverage and agency problems: A regression approach with survey data », *European Journal of Finance,* vol. 13, n° 6, pp. 565- 593.

- Del Brio E., Perote J., Pindado J., (2003), « Measuring the impact of corporate investment announcements on share prices: The Spanish experience », *Journal of Business, Finance and Accounting,* vol. 30, n° 5-6, pp. 715-747.

- 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,* vol. 20, n° 4, pp. 479-500.

- Demsetz H., (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 375-390.

- Denis D.J., Denis D.K., (1995), « Performance changes following top management dismissals », *Journal of Finance,* vol. 50, n° 4, pp. 1029-1057.

- Denis D.J., Denis K., Sarin A., (1994), « The information content of dividend changes: Cash flow signalling, overinvestment, and dividend clienteles », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, pp. 567-587.

- Denis D.J., Denis D., Sarin A., (1997), « Agency problems, equity ownership, and corporate diversification », *Journal of Finance,* vol. 52, n° 1, pp. 135-160.

- Dhaliwal D.S., Salamon G.L., Smith E.D., (1982), « The effect of owner versus management control on the choice accounting method », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 4, n° 1, pp. 41-53.

- Dittmar A. K., (2000), « Why do firms repurchase stock », *Journal of Business*, vol. 73, n° 3, pp. 331-355.

- Djama C., (2003), « Le risque de faillite modifie-t-il la politique comptable ? », *Cahier de recherche*, n° 156/2003, Louvain, IAE Toulouse.

- Ducharme L.L., Malatesta P.H., Sefcik S.E., (2005), « Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits », *Journal of Financial Economics*, vol. 71, n° 1, pp. 27-49.

- Duggal R., Millar J.A., (1999), « Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns », *Journal of Corporate Finance,* vol. 5, n° 2, pp. 103-117.

- Easterbrook F.H., (1984), « Two agency-cost explanations of dividends », *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, pp. 650-659.

- Easterwood C.M., (1998), « Takeovers and incentives for earnings management: An empirical analysis », *Journal of Applied Business Research,* vol. 14, n° 1, pp. 29-47.

- Ergungor O., (2004), « Market vs Bank-based financial systems: Do investor rights really matter? », *Journal of Banking and Finance,* vol. 28, n° 12, pp. 2869-2887.

- Erickson M., Wong S., (1999), « Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, n° 2, pp. 149-176.

- Faccio M., Lang L.H.P., Young L., (2001), « Dividends and expropriation », *American Economic Review*, vol. 91, n° 1, pp. 54-78.

- Fama E., (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy,* vol. 88, n° 2, pp. 288-307.

- Fama E., French K., (2002), « Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt », *Review of Financial Studies*, vol. 15, pp. 1-33.

- Fama E., Jensen M., (1983), « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics,* vol. 26, n° 2, pp. 301-325.

- Fenn G.W., Liang N., (1998), « Good news and bad news about stock repurchases », *Board of Governors of the Federal Reserve System (US) in its series Finance and Economics Discussion series (FEDS) with number 1998-04*.

- Fernández C., Arrondo R., (2005), « Alternative internal controls as substitutes of the board of directors », *Corporate Governance. Oxford: Nov 2005,* vol. 13, n° 6, pp. 856.

- Francis J.R., Krishnan J., (1999), « Accounting accruals and auditor reporting conservatism », *Contemporary Accounting Research,* vol. 16, n° 1, pp. 135-165.

- Francis J.R., Maydew E.L., Sparks H.C., (1999), « The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals », *Auditing: Journal Practice Theory,* vol. 18, n° 2, pp. 17-34.

- Frankel R., Johnson M., Nelson K., (2002), « The relation between auditors' fees for non audit services and earnings management », *The Accounting Review,* vol. 77, n° 1, pp. 71-105.

- Fudenberg D., Tirole J., (1995), « A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents », *Journal of Political Economy,* vol. 103, n° 1, pp. 75-93.

- Fuerst O., Kang S.H., (2000), « Corporate governance, expected operating performance and pricing », *working paper*, Yale School of Management, n° ysm 108.

- Gao P., Shrieves R.E., (2002), « Earnings management and executive compensation: A case of overdose of option and underdose of salary? », *working paper, EFA 2002 Berlin Meetings*.

- Gaver J.J., Gaver K.M., (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, n° 1-3, pp. 125-160.

- Gaver J.J., Gaver K.M., Austin J.R., (1995), « Additional evidence on bonus plans and income management », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 19, n° 1, pp. 3-28.

- Géczy C., Minton B.A., Schrand C., (1997), « Why firms use currency derivatives », *Journal of Finance,* vol. 52, n° 4, pp. 1323-1354.

- Godard L., (1998), « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, pp. 39-61.

- Godard L., Schatt A., (2000), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? », *La Revue du Financier,* vol. 127, pp. 36-47.

- Godfrey J., Mather P., Ramsay A., (2003), « Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes », *Abacus Sydney*, vol. 39, n° 1, pp. 95-124.

- Graswell A.T., Francis J.R., Taylor S.L., (1995), « Auditor brand name reputations and industry specialisations », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 20, n° 3, pp. 297-322.

- Graves S., Waddock S., (1990), « Institutional ownership and control implications for long-term corporate strategy », *Academy of Management Executive*, vol. 4, n° 1, pp. 75-83.

- Grossman S.J, Hart O.D., (1982), « Corporate financial structure and management incentives », *J.J. Mc Call, ed: Economics Information and uncertainty (University of Chicago Press, Chicago, IL)*.

- Grullon G., Michaely R., (2004), « The information content of share repurchase programs », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, pp. 651-680.

- Guay W.R., Kothari S.P., Watts R.L., (1996), « A Market-based evaluation of discretionary accrual models », *Journal of Accounting Research,* vol. 34, Supplement, pp. 83-105.

- Gugler K. (2003), « Corporate governance, payout policy and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment », *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 7, pp. 1297-1321.

- Guidry F., Leone A.J., Rock S., (1999), « Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 26, n° 1-3, pp. 113-142.

- Gul F., (1999), « Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan », *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, pp. 141- 168.

- Gul F.A., (2001), « Free cash flow, debt-monitoring and managers' LIFO/FIFO policy choice », *Journal of Corporate Finance,* vol. 7, n° 4, pp. 475-492.

- Gul F.A., Jaggi B., (1999), « An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate debt policy », *Review of Quantitative Finance and Accounting,* vol. 12, n° 4, pp. 371-381.

- Gul F.A., Leung S., Srinidhi B., (2003), « Informative and opportunistic earnings management and the value relevance of earnings: Some evidence on the role of IOS », *working paper*, City University of Hong Kong.

- Gul F.A., Tsui J., (1998), « A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit pricing », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n° 2, pp. 219-237.

- Harford J., (1999), « Corporate cash reserves and acquisitions », *Journal of Finance,* vol. 54, n° 6, pp. 1969-1997.

- Hayn C., (1995), « The information content of losses », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 20, n° 2, pp. 125-153.

- Healy P., (1985), « The effect of bonus schemes on accounting decisions », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, n° 1-3, pp. 85-107.

- Healy P.M., Palepu K.G., (1995), « The effect of firm's financial disclosure strategies on stock prices », *Accounting Horizons,* vol. 7, n° 1, pp. 1-11.

- Healy P.M., Wahlen J.M., (1999), « A review of the earnings management literature and its implications for standard setting », *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 4, pp. 356- 363.

- Hermalin B., Weisbach M., (1991), « The effect of board composition and direct incentives on firm performance », *Financial Management,* vol. 20, n° 4, pp. 101-112.

- Hermalin B., Weisbach M., (2003), « Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of economic literature », *Economic Policy Review*, vol. 9, pp. 7-26.

- Herrmann D., Inoue T., Thomas W.B., (2001), « The relation between incremental subsidiary earnings and future stock returns in Japan », *Journal of Business Finance and Accounting,* vol. 28, n° 9-10, pp. 1115-1139.

- Himmelberg C., Hubbard G., Palia D., (1999), « Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance », *Journal of Financial Economics,* vol. 53, n° 3, pp. 353-384.

- Holland D., Ramsay A., (2003), « Do Australian companies manage earnings to meet simple earnings benchmarks? », *Accounting and Finance,* vol. 43, n° 1, pp. 41-62.

- Holtausen R.W., (1990), « Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting and information perspective », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 12, n° 1-3, pp. 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,* vol. 19, n° 1, pp. 29-74.

- Howe K.M., He J., Kao G.W., (1992), « One-time cash flow announcements and free cash flow theory: Share repurchases and special dividends », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 5, pp. 1963-1975.

- Hribar P., Collins D.W. (2002), « Errors in estimating accruals: Implications for empirical research », *Journal of Accounting Research*, vol. 40, n° 1, pp. 105-134.

- Jacob J., Jorgensen N., (2007), « Earnings management and accounting income aggregation», *Journal of Accounting and Economics,* vol. 43, n° 2-3, pp. 369-390.

- Jaggi B., Gul F.A., (2006), « Evidence of accruals management: A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses », *working paper*, http://ssrn.com/abstract=2699.

- Jeanjean T., (2002), « Gestion du résultat et gouvernement d'entreprise : Etude des déterminants et formultation d'un modèle de mesure », *Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine*.

- Jeanjean T., (2003), « Gestion des résultats : Mesure et démesure », *Cahier de Recherche du CEREG*, Université Paris- Dauphine, n° 2003-13.

- Jensen M.C., (1983), « Organization theory and methodology », *The Accounting Review,* vol. 58, n° 2, pp. 319-339.

- Jensen M.C., (1986), « Agency costs of the free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review,* vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

- Jensen M.C., (1993), « The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems », *Journal of Finance,* vol. 48, n° 1, pp. 831-880.

- Jensen M.C., Meckling W., (1976), « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics,* vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

- Jensen M.C., Murphy K.J., (1990), « Performance pay and top-management incentives », *Journal of Political Economy,* vol. 98, n° 2, pp. 225-264.

- Jensen G.R., Solberg D.P., Zorn T.S., (1992), « Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 2, pp. 247-263

- 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*, vol. 29, n° 4, pp. 299-319.

- Jiambalvo J., Rajgopal S., Venkatachalam M., (2002), « Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings », *Contemporary Accounting Research,* vol. 19, n° 1, pp. 117-145.

- Jo H., Kim Y., (2007), « Disclosure frequency and earnings management », *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n° 2, pp. 561-590.

- Johnson S.A., (1995), « Dividend payout and the valuation effects of bond announcement? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, n° 3, pp. 407-423

- Jones J., (1991), « Earnings management during import relief investigations », *Journal of Accounting Research,* vol. 29, n° 2, pp. 193-228.

- Jones S., Sharma R., (2001), « The impact of free cash flow, financial leverage and accounting regulation on earnings management in Australia's 'Old' and 'New' Economies », *Managerial Finance,* vol. 27, n° 12, pp. 18-39.

- Kao L., Chen A., (2004), « The effects of board characteristics on earnings management », *Corporate Ownership and Control*, vol. 1, n° 3, pp. 96-107.

- Kaplan S., (1985), « Comments on Paul Healy: Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedures and accruals decisions », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, pp. 109-113.

- Khanna T., Palepu K., (2000), « Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups », *Journal of Finance,* vol. 55, n° 2, pp. 867-891.

- Kim J.B., Chung R., Firth M., (2003), « Auditor conservatism, asymmetric monitoring, and earnings management », *Contemporary Accounting Research,* vol. 20, n° 2, pp. 323-359.

- Klein A., (2002), « Audit committee, board of director characteristics, and earnings management », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 33, n° 3, pp. 375-400.

- Kothari S.P., Leone A.J., Wasley C.E., (2005), « Performance matched discretionary accruals », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, n° 1, pp. 23-49.

- Kouki M., Guizani M., (2009), « Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market », *European Journal of Scientific Research*, vol. 25, n° 1, pp. 42-53.

- Krishnamurthy S., Zhou J., Zhou N., (2006), « Auditor reputation, auditor independence and the stock market reaction to Andersen's clients », *Contemporary Accounting Research*, vol. 23, n° 2, pp. 465-490.

- Krishnan G., (2003), « Audit quality and the pricing of discretionary accruals », *Auditing: A Journal of Practice and Theory,* vol. 22, n° 1, pp. 109-126.

- Lambert R.A., Larcker D., Weigelt K., (1991), « How sensitive is executive compensation to organizational size? », *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 5, pp. 395-402.

- Lamont O., (1997), « Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, pp. 83-109.

- Lamont O., Polk C., (2002), « Does diversification destroy value? Evidence from industry shocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 1, pp. 51-77.

- Lang L.H.P., Litzenberger R.H., (1989), « Dividend announcement, cash flow signalling vs free cash flow hypothesis? », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 181-191.

- Lang L.H.P., Litzenberger R.H., (1996), « Leverage, investment, and firm growth », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 3-29.

- Lang L.H.P., Stulz R.M., (1994), « Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance », *Journal of Political Economy,* vol. 102, n° 6, pp. 1248-1280.

- Lang L.H.P., Stulz R.M., Walking R.A. (1991), « A test of the free cash flow hypothesis, the case of bidder returns », *Journal of Financial Economics,* vol. 29, n° 2, pp. 315-335.

- Lapointe P., (2000), « Structure de propriété, investisseurs institutionnels et performance de l'entreprise : le point sur les connaissances », *Gestion*, vol. 25, n° 3, pp. 58-69.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1998), « Law and finance », *Journal of Political Economy,* vol. 106, n° 6, pp. 1113-1155.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (1999), « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance,* vol. 54, n° 2, pp. 471–517.

- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2000a), « Agency problems and dividend policies around the world », *Journal of Finance,* vol. 55, n° 1, pp. 1-34.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., (2000b), « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics,* vol. 58, n° 1-2, pp. 3-27.

- Larcker D.F., Richardson S.A., Tuna I., (2007), « Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance », *The Accounting Review*, vol. 82, n° 4, pp. 963-1008.

- Lasfer M.A., (1995), « Agency costs, taxes, and debt: The UK evidence », *European Financial Management*, vol. 1, n° 3, pp. 265-285.

- Lehen K., Poulsen A., (1989), « Free cash flow and stockholder gains in going private transactions », *Journal of Finance,* vol. 44, n° 3, pp. 771-787.

- Leland H.E., Pyle D.H., (1977), « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation », *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, pp. 371-387.

- Leuz C., Nanda D., Wysocki P.D., (2003), « Earnings management and investor protection: An international comparison », *Journal of Financial Economics,* vol. 69, n° 3, pp. 505-527.

- Levitt A., (1998), « The numbers game », *The CPA Journal*, vol. 68, n° 12, pp. 14-19.

- Li J., Zhang L., Zhou J., (2008), « Earnings management and delisting risk: The case of IPO firms », *working paper*, AAA 2008 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper.

- Lie E., (2000), « Excess funds and agency problems: An empirical study of incremental cash disbursements », *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 1, spring, pp. 219-248.

- Lipton M., Lorsch J., (1992), « A modest proposal for improved corporate governance », *Business Lawyer*, vol. 48, n° 1, pp. 59-77.

- Loebbecke J.K., Eining M.M., Willingham J.J., (1989), « Auditors' experience with material irregularities: Frequency, nature, and detectability », *Auditing: A Journal of Practice and Theory,* vol. 9, n° 1, pp. 1-28.

- Lopez Iturriaga F.J., Hoffmann P.S., (2005), « Earnings management and internal mechanisms of corporate governance: Empirical evidence from Chilean firms », *Corporate Ownership and Control*, vol. 3, n° 1, Fall, pp.17-30.

- McConnell J., Servaes H., (1990), « Additional evidence on equity ownership and corporate value », *Journal of Financial Economics,* vol. 27, n° 2, pp. 595-612.

- McMeeking K.P., Peasnell K.V., Pope P.F., (2007), « The effect of large audit firm mergers on audit pricing in the UK », *Accounting and Business Research*, vol. 37, n° 4, pp. 301-319.

- McNichols M.F. (2002), « Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors », *The Accounting Review,* vol. 77, Supplement, pp. 61-69.

- Miguel A., Pindado J. (2001), « Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data », *Journal of Corporate Finance*, vol.7, n° 1, pp. 77-99.

- Mizruchi M., (1983), « Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large american corporations », *Academy of Management Review*, vol. 8, n° 3, pp. 426- 435.

- Moh'd M.A., Perry L.G., Rimbey J.N., (1995), « An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy », *Financial Review*, vol. 30, pp. 367-385.

- Mollah A.S., Keasey K., Short H., (2000), « The influence of agency costs on dividend policy in an emerging market: Evidence from the Dhaka stock exchange », *working paper,* Leeds University Business School, University of Leeds, UK.

- Montgomery C.A., Wernerfelt B., (1988), « Diversification, ricarian rents and Tobin's Q », *Rand Journal of Economics,* vol. 19, winter, pp. 623-632.

- Morck R., Shleifer A., Vishny R., (1988), « Management ownership and market valuation: An empirical analysis », *Journal of Financial Economics,* vol. 20, n° 1, pp. 293-315.

- Morin F., (1998), « Les modèles français de détention et de gestion du capital », Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie, Paris, les éditions de Bercy.

- Mork R., Shleifer A., Vishny R.W., (1990), « Do managerial objectives drive bad acquisitions? », *Journal of Finance,* vol. 45, n° 1, pp. 31-48.

- Mueller D.C., (1969), « A theory of conglomerate Mergers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 83, n° 4, pp. 643-659.

- Mulford C., Comiskey E., (2002), « The financial numbers game: Detecting creative », *Accounting Practices, John Wiley and Sons, New York*.

- Murphy K., (1985), « Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 7, n° 1-3, pp. 11-42.

- Myers S., (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 2, pp. 147-175.

- Nekhili M., (1999), « Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises», *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 3, pp.179-206.

- Nekhili M., Siala W.A., Chebbi Nekhili D., (2009), « Free cash flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, pp. 5-31.

- Nelson M.W., Elliott J.A., Taerpley R.L., (2003), « How are earnings managed? Examples from auditors », *Accounting Horizons*, vol. 17, pp. 17-35.

- Niehaus G.R., (1989), « Ownership structure and inventory method choice », *The Accounting Review,* vol. 64, n° 2, pp. 269-284.

- Nijokou C., (1994), « Relations d'agence et structure financière des entreprises : théorie et tests empiriques », *Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université PMF, Grenoble*.

- Nwaeze T.E., (2002), « Income-increasing/income-decreasing accruals: Trends and firm characteristics », *working paper*.

- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., (1999), « The determinants and implications of corporate cash holdings », *Journal of Financial Economics,* vol. 52, n° 1, pp. 3-46.

- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., (2001), « Corporate cash holdings », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 1, pp. 55-67.

- Oswald D., Young S., (2004), « What role taxes and regulation? A second look at open market share buyback activity in the UK », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 31, n° 1-2, pp. 257-292.

- Palmrose Z., (1988), « An analysis of auditor litigation and audit service quality », *The Accounting Review,* vol. 63, n° 1, pp. 55-73.

- Paquerot M., (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », *in G. Charreaux (Ed), Le gouvernement des entreprises, Economica*.

- Park Y., (2000), « Audit committees, corporate governance and auditor litigation », *working paper,* University of Illinois Chicago.

- Patton A., Baker J., (1987), « Why do not directors rock the boat? », *Harvard Business Review*, vol. 65, pp. 10-12.

- Pearce J., Zahra S., (1992), « Board composition from a strategic contingency perspective », *Journal of Management Studies*, vol. 29, pp. 411-438.

- Peasnell K.V., Pope P.F., Young S., (2000), « Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models », *Accounting and Business Research,* vol. 30, n° 4, pp. 313-326.

- Peasnell K.V., Pope P.F., Young S., (2005), « Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? », *Journal of Business Finance and Accounting,* vol. 32, n° 7-8, pp. 1311-1346.

- Pfeffer J., (1981), « Power in organizations », *Harper Business*.

- Pincus K.V., Rusbarsky M., Wong J., (1989), « Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms », *Journal of Accounting and Public Policy,* vol. 8, n° 4, pp. 239-265.

- Pindado J., De la Torre C., (2009), « Effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: Emprical evidence from Spain », *Accounting and Finance*, vol. 49, n° 2, June, pp.363-383.

- Piot C., Janin R., (2007), « External auditors, audit committees and earnings management in France », *European Accounting Review*, vol. 16, n° 2, pp. 429-454.

- Plummer E., Mest D., (2001), « Evidence on the management of earnings components », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 16, n° 4, pp. 301-323

- Poincelot E., (1999), « le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du free cash flow », *Finance Contrôle Stratégie,* vol. 2, n° 1, pp. 75-89.

- Porter M., (1987), « From competitive advantage to corporate strategy », *Harvard Business Review*.

- Porter M., (1992), « Capital choices: Changing the way America invests in industry », *Boston, MA: Council on Competitiveness/ Harvard Business School*.

- Poulain-Rehm T., (2005), « La politique de financement des entreprises patrimoniales et familiales cotées : un test de la théorie du free cash flow », *La Revue du Financier*, n° 153, mai-Juin 2005.

- Pound J., (1988), « Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight », *Journal of Financial Economics,* vol. 20, n° 1-2, pp. 237-265.

- Pourciau S., (1993), « Earnings management and non routine executive changes », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, n° 1-3, pp. 317-336.

- Raman K., Shahrur H., (2008), « Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers », *The Accounting Review*, vol. 83, n° 7, pp. 1041-1081.

- Ravenscraft D.J., Sherrer F.M., (1987), « Mergers, sell-offs and economic efficiency », *Brooking institution, Washington DC*.

- Rechner P.L., Dalton D.R., (1991), « CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis », *Strategic Management Journal,* vol. 12, n° 2, pp. 155-160.

- Rees L., Gill S., Gore R., (1996), « An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals », *Journal of Accounting Research,* vol. 34, Supplement, pp. 157-169.

- Renneboog L., Trojanowski G. (2007), « Control structure and payout policy », *Managerial Finance*, vol. 33, n° 1, pp. 43-46.

- Richardson S., (2002), « Stocks repurchases: A test of the free cash flow hypothesis », *working paper,* University of Pennsylvania, Wharton School.

- Richardson S., (2006), « Over-investment of free cash flow and corporate governance», *Review of Accounting Studies,* vol. 11, n° 2-3, pp. 159-189.

- Roosenboom P., Goot T., Mertens G., (2003), « Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands », *The International Journal of Accounting*, vol. 38, n° 3, pp. 243-266.

- Rosenstein S., Wyatt J., (1990), « Outside directors, board independence and shareholder wealth », *Journal of Financial Economics,* vol. 26, n° 2, pp. 175-191.

- Ross S.A., (1973), « The economic theory of agency: The principal's problems », *American Economic Review,* vol. 63, n° 2, pp. 134-139.

- Rozeff M., (1982), « Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios », *Journal of Financial Research*, vol. 5, n° 3, pp. 249-259.

- Schipper K., (1989), « Commentary on earnings management », *Accounting Horizons*, vol. 3, n° 4, pp. 91-102.

- Schmidt D.R., Fowler K.L., (1990), « Post-Acquisition financial performance and executive compensation », *Strategic Management Journal,* vol. 11, n° 7, pp. 559-569.

- Schooley D.K., Barney L.D., (1994), « Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs », *Journal of Financial Research*, vol. 17, pp. 363-373.

- Sevestre P., (2002), « Econométrie des données de panel », édition Dunod.

- Shiue M.J., Lin C.J., (2003) « A study of the association between free cash flow and earnings management », *Taiwan Academy of Management Journal,* vol. 3, n° 1, pp. 151-168.

- Shleifer A., Vishny R., (1986), « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, pp. 461-479.

- Shleifer A., Vishny R.W., (1989), « Management entrenchment: The case of management specific investments *», Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, pp. 123-139.

- Shleifer A., Vishny R., (1997), « A survey of corporate governance », *Journal of Finance* vol. 52, n° 2, pp. 737-783.

- Skinner D.J., (1993), « The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 16, n° 4, pp. 407- 445.

- Smith C.W., Warner J.B., (1979), « On financial contracting: An analysis of bond covenants», *Journal of Financial Economics,* vol. 7, n° 2, pp. 117-161.

- Smith J., Watts R.L., (1992), « The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies », *Journal of Financial Economics,* vol. 32, n° 3, pp. 263-292.

- Stolowy H., Breton G., (2003), « La gestion des données comptables : Une revue de la littérature », *Comptabilité Contrôle Audit,* Tome 9, vol. 1, pp. 125-152.

- Stulz R., (1990), « Managerial discretion and optimal financing policies », *Journal of Financial Economics,* vol. 26, n° 1, pp. 3-27.

- Subba Reddy Y., (2005), « Seasoned capital offerings: Earnings management and long-run operating performance of Indian firms », *National stock Exchange of India*.

- Subramanyam K.R., (1996), « The pricing of discretionary accruals », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 22, n° 1-3, pp. 249-281.

- Swanson Z.L., (1997), « Free cash flow and R&D », *working paper,* http://ssrn.com/abstract=55504.

- Teoh S.H., Welch I., Wong T.J., (1998a), « Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings », *Journal of Financial Economics,* vol. 50, n° 1, pp. 63-99.

- Teoh S.H., Welch I., Wong T.J., (1998b), « Earnings management and the long run market performance of initial public offerings », *The Journal of Finance,* vol. 53, n° 6, pp. 1935-1974.

- Teoh S., Wong T., (1993), « Perceived auditor quality and the earnings response coefficient », *The Accounting Review,* vol. 68, n° 2, pp. 346-366.

- Thomas J., Zhang X.J., (2000), « Identifying unexpected accruals: A comparison of current approaches », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, n° 4-5, pp. 347-376.

- Vogt S.C., Vu J.D., (2000), « Free cash flow and long-run firm value evidence from the value line investment survey », *Journal of Managerial Issues*, vol. 12, n° 2, Summer, pp. 188-207.

- Warfield T.D., Wild J.J., Wild K.L., (1995), « Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings », *Journal of Accounting and Economics,* vol. 20, n° 1, pp. 61-92.

- Watts R.L., Zimmerman J., (1978), « Towards a positive theory of the determination of accounting standards », *The Accounting Review*, vol. 53, n° 1, pp. 112-134.

- Watts R.L., Zimmerman J., (1986), « Positive accounting theory », *Prentice Hall.*

- Watts R.L., Zimmerman J.I., (1990), « Positive accounting theory: A ten year perspective », *The Accounting Review*, vol. 65, n° 1, pp. 131-156.

- Weisbach M.S., (1988), « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, pp. 431-460.

- Wright C. J., Shaw J. R., Guan. L., (2006), « Corporate governance and investor protection: Earnings management in the U.K. and U.S », *Journal of International Accounting Research*, vol. 5, n° 1, pp. 25-40.

- Wu L. (2004), « The impact of ownership structure on debt financing of Japanese firms with the agency cost of free cash flow », *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.

- Xie B., Davidson W.N., Dadalt P., (2003), « Earnings management and corporate governance: The role of board and the audit committee », *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, n° 3, pp. 295-316.

- Xue Y., (2004), « Information content of earnings management: Evidence from managing earnings to exceed thresholds », *working paper,* George Washington University, http://ssrn.com/abstract=582601.

- Yermack D., (1996), « Higher market valuation of companies with a small board of directors », *Journal of Financial Economics,* vol. 40, n° 2, pp. 185-211.

- Yermack D., (1997), « Good timing: CEO stock option awards and company new announcements », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 449-476.

- 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*, vol. 3, n° 2, pp. 129-149.

ANNEXES

Annexe I. 1 : Liste des entreprises Françaises

1- Accor	42- Jcdecaux	83-Unibail
2-Alcatel	43- Jet Multimedia	84-Valeo
3-Alstom	44- Kaufman & Broad	85-Vallourec
4- Alten	45- Klepierre	86-Veolia
5- Altran	46- Lafarge	87-Vicat
6- Anovo	47- Lagardere	88-Viel
7- Audika	48- Lectra	89-Vinci
8- Bacou - Dalloz	49- Le Gpe Exel Industries	90-Vivendi Universal
9- Belvédère	50- Linedata Services	91- Vm materiaux
10- Bouygues	51- Lvmh	92- Vranken
11- Bull	52- Manitou	93- Zodiac
12- Capgemin	53- Manutan	
13- Carrefour	54- Maurel et Prom	
14- Cerep	55- Medidep	
15- Chargeurs	56- Michelin	
16- Ciments Francais	57- Neopost	
17- Cnim	58- Neurones	
18-Dassault Systemes	59- Nexans	
19- Devoteam	60- Nicox	
20- Faiveley	61- Otor	
21- Faurecia	62- Penauille	
22- Fimalac	63- Pernod Ricard	
23- Fininfo	64- Pinault Pr-redoute	
24- Fleury Michon	65- Plastic Omnium	
25- Foncia	66- Prosodie	
26- Gecina	67- Provimi	
27- Gemplus	68- Renault	
28- Gfi	69- Saint Gobain	
29- Gl Events	70- Sanofi Aventis	
30- Groupe Carbone	71- Schneider Electric	
31- Groupe Casino	72- Silicomp	
32- Groupe Crit	73- Sopra Group	
33- Groupe Danone	74-Sylis	
34- Groupe Gascogne	75-Technip	
35- Groupe Open	76-Teleperformance	
36- Groupe Partouche	77-Tessi	
37- Havas	78-TF1	
38- Ilog	79-Thales	
39- Ims	80-Thomson	
40- Interparfums	81-Total	
41- Ipsos	82-Toupargel	

Annexe I. 2 : Liste des entreprises Américaines

1- A Schulman Inc	42- Hickory Tech	83- Verisign
2- Aaon Inc	43- I-Cable	84- Zebra
3- Abiomed	44- Ilog	85- Zila Inc
4- Acambis	45- Insightful	86- Zoltek
5- Actel Corporation	46- Intershop	87- Zones
6- Actuate	47- Intuit	
7- Acxiom	48- Kelly Services	
8- Aeroflex	49- Lance Inc	
9- Aetrium Inc	50- Lattice	
10- Akamai Technologies	51- Lawson	
11- Aladdin	52- Lecroy Corporation	
12- Alliance	53- Lihir Gold Limited	
13- Altera	54- Littelfuse	
14- Amcor	55- Ltx Corporation	
15- Bionalytical Systems	56- Magellan Petroleum	
16- Biomet	57- Mesa Air Group	
17- Biomira	58- Namtai Electronics	
18- Computer Associates (CA)	59- Neogen Corporation	
19- California Pizza (CPK)	60- Orbotech	
20- Cal- Maine Foods	61- Orthologic	
21- Captaris	62- Orthovita	
22- Celgene	63- Paccar Inc	
23- Centillium Communications	64- Packeteer	
24- Ciena	65- Plexus	
25- Citrix	66- Pozen	
26- Cobra	67- Presstek	
27- Cohu	68- Qmed Inc	
28- Compugen	69- Quest Software	
29- Dendrite	70- Quick Logic	
30- Dominion Homes	71- Radiant	
31- Dorel	72- Radio One	
32- Draxis	73- Radisys	
33- Dyax	74- Research In Motion	
34- Echelon Corporation	75- Respironis	
35- Finlay Entreprises	76- Rockford	
36- Fiserv	77- Royale Energy	
37-Fujifilm	78- Sepracor	
38- Genesys SA	79- Symmetricom	
39- Gibraltar	80- Telenor	
40- Glenayre Technologies	81- Teltronics	
41- Henry Schein Inc	82- Urologix	

Annexe II. 1 : Statistiques descriptives des variables pour l'échantillon des entreprises françaises

Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
FCF	465	-,260045855342	1,87862183249	,03138371035935	,093460324116202
Total Actif	465	29051000	139002000000	8510720129,42	16679165704,942
DIV	465	0	0	,02	,019
CROISS	465	-,990070967742	3,02183927321	,09394755312545	,297244992788417
TAILL-CA	465	3	21	9,40	3,995
INDEP	465	,00	1,00	,4802	,23669
BLC	465	,0100	,9352	,325412	,2320981
DIRIG	465	0	1	,15	,226
END	465	,000148065280	,675016139445	,24801187027794	,143622896212436
AD Kothari	465	-,5509254	,3145384	-,000000001	,0638711198
ROA	465	-,46701118153	,77228412256	,0319316551514	,07861581613220
N valide (listwise)	465				

Annexe II. 2 : Tests de comparaisons des moyennes entre les entreprises françaises ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)

Test-t

Statistiques de groupe

	FCF2	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
Total Actif	0	232	11063458757,54	18968937766,565	1245371776,633
	1	233	5968937461,08	13605679210,932	891337681,108
DIV	0	232	,02	,016	,001
	1	233	,02	,021	,001
CROISS	0	232	,08841702527131	,286837053295518	,018831775140114
	1	233	,09945434480854	,307777955487570	,020163204268408
TAILL-CA	0	232	10,10	4,016	,264
	1	233	8,71	3,859	,253
INDEP	0	232	,483	,2268	,0149
	1	233	,478	,2466	,0162
BLC	0	232	,272225	,2067631	,0135747
	1	233	,378370	,2439815	,0159838
DIRIG	0	232	,14	,206	,014
	1	233	,17	,243	,016
END	0	232	,25634940141319	,148319446432155	,009737648717368
	1	233	,23971012253812	,138609183461304	,009080589528188
ROA	0	232	,0231080322880	,09039024977830	,00593441063184
	1	233	,0407174083888	,06379917376622	,00417962284130

Test d'échantillons indépendants

		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes						
									Intervalle de confiance 95% de la différence	
		F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Inférieure	Supérieure
Total Actif	Hypothèse de variances égales	15,210	,000	3,329	463	,001	5094521296,46	1530423077,772	2087085570,533	8101957022,390
	Hypothèse de variances inégales			3,327	418,844	,001	5094521296,46	1531480892,403	2084175133,528	8104867459,395
DIV	Hypothèse de variances égales	,157	,692	-2,038	463	,042	,00	,002	-,007	,000
	Hypothèse de variances inégales			-2,039	439,571	,042	,00	,002	-,007	,000
CROISS	Hypothèse de variances égales	,292	,589	-,400	463	,689	-,0110373195372	,02759386541159	-,06526204854228	,04318740946782
	Hypothèse de variances inégales			-,400	460,989	,689	-,0110373195372	,02758968215289	-,06525444786804	,04317980879359
TAILL-CA	Hypothèse de variances égales	3,188	,075	3,797	463	,000	1,39	,365	,669	2,104
	Hypothèse de variances inégales			3,796	462,108	,000	1,39	,365	,669	2,105
INDEP	Hypothèse de variances égales	1,470	,226	,233	463	,816	,005	,0220	-,0381	,0483
	Hypothèse de variances inégales			,233	460,097	,816	,005	,0220	-,0380	,0483
BLC	Hypothèse de variances égales	19,937	,000	-5,060	463	,000	-,106144	,0209777	-,1473675	-,0649210
	Hypothèse de variances inégales			-5,062	451,475	,000	-,106144	,0209703	-,1473557	-,0649328
DIRIG	Hypothèse de variances égales	8,052	,005	-1,626	463	,105	-,03	,021	-,075	,007
	Hypothèse de variances inégales			-1,626	451,595	,105	-,03	,021	-,075	,007
END	Hypothèse de variances égales	,973	,324	1,250	463	,212	,01663927887507	,01331267273825	-,00952146594256	,04280002369270
	Hypothèse de variances inégales			1,250	460,618	,212	,01663927887507	,01331461260128	-,00952563253295	,04280419028309
ROA	Hypothèse de variances égales	6,522	,011	-2,428	463	,016	-,0176093761009	,00725330713497	-,03186285628272	-,00335589591904
	Hypothèse de variances inégales			-2,426	415,271	,016	-,0176093761009	,00725854507755	-,03187744717767	-,00334130502410

Annexe II. 3 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les entreprises françaises ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)

Tableaux croisés

Récapitulatif du traitement des observations

	Observations					
	Valide		Manquante		Total	
	N	Pourcent	N	Pourcent	N	Pourcent
CUMUL * FCF2	465	98,9%	5	1,1%	470	100,0%
AUDIT * FCF2	465	98,9%	5	1,1%	470	100,0%

CUMUL * FCF2

Tableau croisé

Effectif

		FCF2		
		0	1	Total
CUMUL	0	65	83	148
	1	167	150	317
Total		232	233	465

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)	Signification exacte (bilatérale)	Signification exacte (unilatérale)
Khi-deux de Pearson	3,099[b]	1	,078		
Correction pour la continuité[a]	2,758	1	,097		
Rapport de vraisemblance	3,105	1	,078		
Test exact de Fisher				,091	,048
Association linéaire par linéaire	3,092	1	,079		
Nombre d'observations valides	465				

a. Calculé uniquement pour un tableau 2x2

b. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 73,84.

AUDIT * FCF2

Tableau croisé

Effectif

		FCF2		
		0	1	Total
AUDIT	0	45	54	99
	1	187	179	366
Total		232	233	465

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)	Signification exacte (bilatérale)	Signification exacte (unilatérale)
Khi-deux de Pearson	,991[b]	1	,320		
Correction[a] pour la continuité	,778	1	,378		
Rapport de vraisemblance	,992	1	,319		
Test exact de Fisher				,365	,189
Association linéaire par linéaire	,989	1	,320		
Nombre d'observations valides	465				

a. Calculé uniquement pour un tableau 2x2

b. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 49,39.

Annexe II. 4 : Tests de comparaisons des moyennes entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises

A 1 facteur

Descriptives

						Intervalle de confiance à 95% pour la moyenne			
		N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard	Borne inférieure	Borne supérieure	Minimum	Maximum
FCF	0	116	,03056010628762	,021004568604425	,001950225235131	,02669708543502	,03442312714022	-,04569758114	,11455132567
	1	232	,03214128211891	,034080900097292	,002237520710212	,02773272491371	,03654983932411	-,02643601740	,25165488543
	2	117	,03069808150551	,179406347194848	,016586122665506	-,00215282432576	,06354898733678	-,26004585534	1,8786218325
	Total	465	,03138371035935	,093460324116202	,004334118750303	,02286677792589	,03990064279281	-,26004585534	1,8786218325
actif total	0	116	7055340310,34	18400117647,073	1708408034,485	3671312792,35	10439367828,34	29051000	88600000000
	1	232	11323282511,48	18594638572,576	1220797830,640	8917960832,09	13728604190,87	47715000	1,3900E+11
	2	117	4376614030,06	7308544157,433	675675146,375	3038354265,93	5714873794,18	40898000	31666400000
	Total	465	8510720129,42	16679165704,942	773477788,621	6990766836,95	10030673421,89	29051000	1,3900E+11
DIV	0	116	,02	,013	,001	,01	,02	0	0
	1	232	,02	,021	,001	,02	,02	0	0
	2	117	,02	,017	,002	,01	,02	0	0
	Total	465	,02	,019	,001	,02	,02	0	0
CROISS	0	116	,11436799546214	,440051985336173	,040857801116242	,03343655489818	,19529943602610	-,99007096774	3,0218392732
	1	232	,05938835597225	,145822930060789	,009573744387718	,04052533512576	,07825137681875	-,48018750902	,83652746957
	2	117	,14222928328345	,337549581999215	,031206469895118	,08042093756423	,20403762900266	-,74323335772	2,4035453597
	Total	465	,09394755312545	,297244992788417	,013784406472594	,06685995693206	,12103514931884	-,99007096774	3,0218392732
TAILL-CA	0	116	8,41	4,247	,394	7,63	9,19	3	21
	1	232	10,06	3,991	,262	9,54	10,58	3	20
	2	117	9,09	3,505	,324	8,44	9,73	3	17
	Total	465	9,40	3,995	,185	9,04	9,77	3	21
INDEP	0	116	,4596	,23522	,02184	,4164	,5029	,00	1,00
	1	232	,4762	,22690	,01490	,4469	,5056	,00	1,00
	2	117	,5085	,25586	,02365	,4616	,5553	,00	1,00
	Total	465	,4802	,23669	,01098	,4586	,5018	,00	1,00
BLC	0	116	,347600	,2384265	,0221373	,303750	,391450	,0179	,9301
	1	232	,322929	,2351581	,0154389	,292510	,353348	,0100	,8786
	2	117	,308335	,2195457	,0202970	,268134	,348536	,0100	,9352
	Total	465	,325412	,2320981	,0107633	,304261	,346562	,0100	,9352
DIRIG	0	116	,19	,245	,023	,14	,23	0	1
	1	232	,14	,213	,014	,11	,16	0	1
	2	117	,16	,230	,021	,11	,20	0	1
	Total	465	,15	,226	,010	,13	,17	0	1
END	0	116	,21692332813035	,138508467541974	,012860188360296	,19144977004627	,24239688621444	,004823261117	,58514185434
	1	232	,26119284445255	,132596272912563	,008705371803321	,24404076652437	,27834492238072	,000311596772	,67501613944
	2	117	,25269806583871	,164750825762333	,015231219229772	,22253071698308	,28286541469435	,000148065280	,60109636575
	Total	465	,24801187027794	,143622896212436	,006660352329543	,23492368002709	,26110006052879	,000148065280	,67501613944
ROA	0	116	,04959058588655	,086051121072887	,007989646014072	,03376463481113	,06541653696198	-,46701118153	,29593653399
	1	232	,03046119440665	,048607588561482	,003191244531961	,02417352787882	,03674886093448	-,16763068157	,21867403315
	2	117	,01733944085659	,110203753350962	,010188340601423	-,00283985146049	,03751873317368	-,35123274312	,77228412256
	Total	465	,03193165515141	,078615816132199	,003645721176243	,02476748575085	,03909582455196	-,46701118153	,77228412256

ANOVA

		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
FCF	Inter-groupes	,000	2	,000	,015	,985
	Intra-groupes	4,053	462	,009		
	Total	4,053	464			
actif total	Inter-groupes	4,081E+21	2	2,040E+21	7,541	,001
	Intra-groupes	1,250E+23	462	2,706E+20		
	Total	1,291E+23	464			
DIV	Inter-groupes	,002	2	,001	2,462	,086
	Intra-groupes	,159	462	,000		
	Total	,160	464			
CROISS	Inter-groupes	,598	2	,299	3,421	,034
	Intra-groupes	40,398	462	,087		
	Total	40,997	464			
TAILL-CA	Inter-groupes	225,553	2	112,776	7,258	,001
	Intra-groupes	7178,438	462	15,538		
	Total	7403,991	464			
INDEP	Inter-groupes	,146	2	,073	1,306	,272
	Intra-groupes	25,849	462	,056		
	Total	25,995	464			
BLC	Inter-groupes	,093	2	,046	,860	,424
	Intra-groupes	24,903	462	,054		
	Total	24,995	464			
DIRIG	Inter-groupes	,210	2	,105	2,064	,128
	Intra-groupes	23,479	462	,051		
	Total	23,689	464			
END	Inter-groupes	,155	2	,077	3,802	,023
	Intra-groupes	9,416	462	,020		
	Total	9,571	464			
ROA	Inter-groupes	,062	2	,031	5,070	,007
	Intra-groupes	2,806	462	,006		
	Total	2,868	464			

Annexe II. 5 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises

Tableaux croisés

Récapitulatif du traitement des observations

	Observations					
	Valide		Manquante		Total	
	N	Pourcent	N	Pourcent	N	Pourcent
CUMUL * AD	465	93,2%	34	6,8%	499	100,0%

Tableau croisé CUMUL * AD

Effectif

		AD			
		0	1	2	Total
CUMUL	0	35	75	38	148
	1	81	157	79	317
Total		116	232	117	465

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)
Khi-deux de Pearson	,196[a]	2	,907
Rapport de vraisemblance	,197	2	,906
Association linéaire par linéaire	,142	1	,706
Nombre d'observations valides	465		

a. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 36,92.

Tableaux croisés

Récapitulatif du traitement des observations

	Observations					
	Valide		Manquante		Total	
	N	Pourcent	N	Pourcent	N	Pourcent
AUDIT * AD	465	93,2%	34	6,8%	499	100,0%

Tableau croisé AUDIT * AD

Effectif

		AD			
		0	1	2	Total
AUDIT	0	32	42	25	99
	1	84	190	92	366
Total		116	232	117	465

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)
Khi-deux de Pearson	4,150[a]	2	,126
Rapport de vraisemblance	4,036	2	,133
Association linéaire par linéaire	1,330	1	,249
Nombre d'observations valides	465		

a. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 24,70.

Annexe III. 1 : Statistiques descriptives des variables pour l'échantillon des entreprises Américaines

Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
FCF	435	-,78587149933	,48656326843	-,0088593941006	,08119218773445
Total Actif	435	8167511	124395000000	2313143828,60	10589804674,874
DIV	435	,000000000000	,197704978600	,0052449543316	,015285870975365
CROISS	435	-,96029555119	7,94278662778	,1994203010968	,731371122161355
TAILL_CA	435	4	16	7,72	1,995
INDEP	435	,000	1,000	,70721	,153194
BLC	435	,0163	,9280	,171451	,1579469
DIRIG	435	,0000	,9280	,124199	,1766049
END	435	,000000000000	1,44175843564	,1517712903669	,225788622208638
AD Kothari	435	-,6313401	1,1644920	-,000000001	,1440796458
ROA	435	-1,7465539851	1,79485944742	-,023586974405	,229670308229611
N valide (listwise)	435				

Annexe III. 2 : Tests de comparaisons des moyennes entre les entreprises américaines ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)

Test-t

Statistiques de groupe

	FCF2	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
Total Actif	0	217	1444396183,94	6553828471,809	444902866,414
	1	218	3177906392,32	13417422036,892	908742487,611
DIV	0	217	,00458876781294	,01206960930369	,000819338467402
	1	218	,00589813082027	,01792909265351	,001214311379172
CROISS	0	217	,21339068580334	,95626859433175	,064915742075004
	1	218	,18551400072380	,39897671324545	,027022112734966
TAILL_CA	0	217	7,35	1,742	,118
	1	218	8,09	2,160	,146
INDEP	0	217	,73882	,139671	,009481
	1	218	,67575	,159768	,010821
BLC	0	217	,159148	,1445121	,0098101
	1	218	,183697	,1697201	,0114949
DIRIG	0	217	,112011	,1716037	,0116492
	1	218	,136332	,1810248	,0122605
END	0	217	,13737616700310	,19671521736301	,013353899090965
	1	218	,16610038105476	,25105570121330	,017003637645309
ROA	0	217	-,10427610975681	,27760128490404	,018844803141437
	1	218	,05673202729890	,12568988354662	,008512793078106

Test d'échantillons indépendants

		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes						
									Intervalle de confiance 95% de la différence	
		F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Inférieure	Supérieure
Total Actif	Hypothèse de variances égales	7,251	,007	-1,711	433	,088	-1733510208,38	1013240235,914	-3724991089,480	257970672,718
	Hypothèse de variances inégales			-1,713	315,294	,088	-1733510208,38	1011806043,337	-3724255243,664	257234826,902
DIV	Hypothèse de variances égales	1,244	,265	-,893	433	,372	-,00130936300733	,001466148687282	-,00419101631725	,001572290302598
	Hypothèse de variances inégales			-,894	380,361	,372	-,00130936300733	,001464878032381	-,00418963611852	,001570910103867
CROISS	Hypothèse de variances égales	17,895	,000	,397	433	,691	,02787668507954	,070201465118847	-,11010132907146	,165854699230538
	Hypothèse de variances inégales			,396	288,712	,692	,02787668507954	,070315347868084	-,11051901553178	,166272385690860
TAILL_CA	Hypothèse de variances égales	3,217	,074	-3,940	433	,000	-,74	,188	-1,111	-,372
	Hypothèse de variances inégales			-3,942	415,168	,000	-,74	,188	-1,111	-,372
INDEP	Hypothèse de variances égales	,390	,533	4,382	433	,000	,06306	,014392	,034777	,091349
	Hypothèse de variances inégales			4,383	425,906	,000	,06306	,014387	,034785	,091342
BLC	Hypothèse de variances égales	8,166	,004	-1,624	433	,105	-,024549	,0151175	-,0542617	,0051640
	Hypothèse de variances inégales			-1,624	422,858	,105	-,024549	,0151120	-,0542528	,0051550
DIRIG	Hypothèse de variances égales	4,905	,027	-1,438	433	,151	-,024321	,0169144	-,0575657	,0089233
	Hypothèse de variances inégales			-1,438	431,972	,151	-,024321	,0169123	-,0575618	,0089194
END	Hypothèse de variances égales	1,970	,161	-1,328	433	,185	-,02872421405166	,021632518513086	-,07124201536061	,013793587257289
	Hypothèse de variances inégales			-1,329	410,391	,185	-,02872421405166	,021620599300312	-,07122515132611	,013776723222790
ROA	Hypothèse de variances égales	29,243	,000	-7,798	433	,000	-,16100813705571	,020646941460392	-,20158882830160	,120427445809824
	Hypothèse de variances inégales			-7,786	300,686	,000	-,16100813705571	,020678352241660	-,20170075276999	,120315521341435

Annexe III. 3 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les entreprises américaines ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)

Tableaux croisés

Récapitulatif du traitement des observations

	Observations					
	Valide		Manquante		Total	
	N	Pourcent	N	Pourcent	N	Pourcent
CUMUL * FCF2	435	92,6%	35	7,4%	470	100,0%
AUDIT * FCF2	435	92,6%	35	7,4%	470	100,0%

CUMUL * FCF2

Tableau croisé

Effectif

		FCF2		
		0	1	Total
CUMUL	0	103	102	205
	1	114	116	230
Total		217	218	435

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)	Signification exacte (bilatérale)	Signification exacte (unilatérale)
Khi-deux de Pearson	,020[b]	1	,888		
Correction pour la continuité[a]	,002	1	,964		
Rapport de vraisemblance	,020	1	,888		
Test exact de Fisher				,924	,482
Association linéaire par linéaire	,020	1	,888		
Nombre d'observations valides	435				

a. Calculé uniquement pour un tableau 2x2

b. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 102,26.

AUDIT * FCF2

Tableau croisé

Effectif

		FCF2		
		0	1	Total
AUDIT	0	10	13	23
	1	207	205	412
Total		217	218	435

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)	Signification exacte (bilatérale)	Signification exacte (unilatérale)
Khi-deux de Pearson	,399[b]	1	,528		
Correction[a] pour la continuité	,174	1	,677		
Rapport de vraisemblance	,400	1	,527		
Test exact de Fisher				,669	,339
Association linéaire par linéaire	,398	1	,528		
Nombre d'observations valides	435				

a. Calculé uniquement pour un tableau 2x2

b. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 11,47.

Annexe III. 4 : Tests de comparaisons des moyennes entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines

A 1 facteur

Descriptives

						ntervalle de confiance à 95% pour la moyenne			
		N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard	Borne inférieure	Borne supérieure	Minimum	Maximum
FCF	0	109	,01731849534362	04256372908830	,004076865851780	0923743995722	2539955073002	,17021682723	23225773525
	1	217	-,00152720992362	06461612988317	,004386428714949	0101728936962	0711847384896	,49729294545	28552834329
	2	109	-,04963438415392	11769011061495	,011272668145759	0719787680386	0272900002693	,78587149933	48656326843
	Total	435	-,00885939410057	08119218773445	,003892867438598	0165106111907	0012081770105	,78587149933	48656326843
actif total	0	109	4347412620,08	8460261118,485	1768172333,133	842588307,43	7852236932,74	12163181	1,2440E+11
	1	217	2310855105,28	7118853940,489	483259294,522	1358347424,86	3263362785,70	16319604	82623000000
	2	109	283431486,28	425128007,301	40719877,998	202717623,87	364145348,69	8167511	2378165000
	Total	435	2313143828,60	0589804674,874	507742271,150	1315204288,23	3311083368,96	8167511	1,2440E+11
DIV	0	109	,01	,024	,002	,00	,01	0	0
	1	217	,01	,012	,001	,00	,01	0	0
	2	109	,00	,005	,001	,00	,00	0	0
	Total	435	,01	,015	,001	,00	,01	0	0
CROISS	0	109	,20879645767582	50446399988543	,048318887903807	1302003933000	0457287602165	,87900522960	4,2954621849
	1	217	,10958910734834	80536355670141	,020729428952738	6873124799211	5044696670456	,96029555119	1,6048583568
	2	109	,36888239262257	,2896731108077	,123528280487459	2402791060179	1373687464336	,87278486472	7,9427866278
	Total	435	,19942030109681	73137112216135	,035066561284255	3049890132649	6834170086714	,96029555119	7,9427866278
TAILL-CA	0	109	8,18	1,801	,173	7,84	8,53	5	13
	1	217	7,76	2,236	,152	7,46	8,06	4	16
	2	109	7,18	1,498	,143	6,90	7,47	4	10
	Total	435	7,72	1,995	,096	7,53	7,91	4	16
INDEP	0	109	,70677	,123223	,011803	,68338	,73017	,428	,916
	1	217	,68696	,162694	,011044	,66519	,70873	,000	,900
	2	109	,74797	,153899	,014741	,71875	,77719	,286	1,000
	Total	435	,70721	,153194	,007345	,69278	,72165	,000	1,000
BLC	0	109	,19287	,189879	,018187	,15682	,22892	,021	,796
	1	217	,16673	,158210	,010740	,14556	,18790	,025	,928
	2	109	,15943	,116114	,011122	,13739	,18148	,016	,648
	Total	435	,17145	,157947	,007573	,15657	,18633	,016	,928
DIRIG	0	109	,0951	,13625	,01305	,0692	,1209	,00	,63
	1	217	,1437	,20212	,01372	,1166	,1707	,00	,93
	2	109	,1146	,15281	,01464	,0855	,1436	,00	,69
	Total	435	,1242	,17660	,00847	,1076	,1408	,00	,93
END	0	109	,14547363584568	22655809030883	,021700329402730	0245981832455	8848745336680	000000000000	1,4055039044
	1	217	,15205718271287	17040232050571	,011567663261660	2925723199052	7485713343523	000000000000	77420129079
	2	109	,15749978306182	30885321709674	,029582772961037	9886159493576	1613797118789	000000000000	1,4417584356
	Total	435	,15177129036692	22578862220864	,010825735824199	3049390133242	7304867940143	000000000000	1,4417584356
ROA	0	109	,02141961890303	24763569379657	,023719197667733	0255959457593	6843518356533	1,7465539851	35852855789
	1	217	,01525298888754	16434663099765	,011156576271539	0067367063056	3724268408073	,49201211525	1,7948594474
	2	109	-,14591716435866	27649397533919	,026483319728517	1984116984745	0934226302428	1,3535455682	1,3559801512
	Total	435	-,02358697440475	22967030822961	,011011848423693	0452301575292	0019437912803	1,7465539851	1,7948594474

ANOVA

		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
FCF	Inter-groupes	,268	2	,134	22,287	,000
	Intra-groupes	2,593	432	,006		
	Total	2,861	434			
actif total	Inter-groupes	9,001E+20	2	4,501E+20	4,070	,018
	Intra-groupes	4,777E+22	432	1,106E+20		
	Total	4,867E+22	434			
DIV	Inter-groupes	,003	2	,002	7,649	,001
	Intra-groupes	,098	432	,000		
	Total	,101	434			
CROISS	Inter-groupes	4,891	2	2,445	4,649	,010
	Intra-groupes	227,257	432	,526		
	Total	232,148	434			
TAILL-CA	Inter-groupes	55,143	2	27,571	7,123	,001
	Intra-groupes	1672,200	432	3,871		
	Total	1727,343	434			
INDEP	Inter-groupes	,270	2	,135	5,885	,003
	Intra-groupes	9,915	432	,023		
	Total	10,185	434			
BLC	Inter-groupes	,071	2	,035	1,418	,243
	Intra-groupes	10,757	432	,025		
	Total	10,827	434			
DIRIG	Inter-groupes	,185	2	,092	2,993	,051
	Intra-groupes	13,351	432	,031		
	Total	13,536	434			
END	Inter-groupes	,008	2	,004	,077	,926
	Intra-groupes	22,118	432	,051		
	Total	22,126	434			
ROA	Inter-groupes	2,179	2	1,090	22,726	,000
	Intra-groupes	20,714	432	,048		
	Total	22,893	434			

Annexe III. 5 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines

Tableaux croisés

Récapitulatif du traitement des observations

	Observations					
	Valide		Manquante		Total	
	N	Pourcent	N	Pourcent	N	Pourcent
CUMUL * AD	435	95,8%	19	4,2%	454	100,0%

Tableau croisé CUMUL * AD

Effectif

		AD			
		0	1	2	Total
CUMUL	0	53	100	52	205
	1	56	117	57	230
Total		109	217	109	435

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)
Khi-deux de Pearson	,208[a]	2	,901
Rapport de vraisemblance	,208	2	,901
Association linéaire par linéaire	,018	1	,892
Nombre d'observations valides	435		

a. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 51,37.

Tableaux croisés

Récapitulatif du traitement des observations

	Observations					
	Valide		Manquante		Total	
	N	Pourcent	N	Pourcent	N	Pourcent
AUDIT * AD	435	95,8%	19	4,2%	454	100,0%

Tableau croisé AUDIT * AD

Effectif

		AD			
		0	1	2	Total
AUDIT	0	8	11	4	23
	1	101	206	105	412
Total		109	217	109	435

Tests du Khi-deux

	Valeur	ddl	Signification asymptotique (bilatérale)
Khi-deux de Pearson	1,507[a]	2	,471
Rapport de vraisemblance	1,478	2	,478
Association linéaire par linéaire	1,462	1	,227
Nombre d'observations valides	435		

a. 0 cellules (,0%) ont un effectif théorique inférieur à 5. L'effectif théorique minimum est de 5,76.

Annexe IV. 1 : Corrélation de Pearson entre les variables indépendantes et VIF pour l'échantillon des entreprises Françaises

Corrélations

Corrélations

		FCF	SIZE	CROISS	END
FCF	Corrélation de Pearson	1	-,045	-,086	,028
	Sig. (bilatérale)	,	,337	,063	,543
	N	465	465	465	465
SIZE	Corrélation de Pearson	-,045	1	-,226**	,300**
	Sig. (bilatérale)	,337	,	,000	,000
	N	465	465	465	465
CROISS	Corrélation de Pearson	-,086	-,226**	1	-,010
	Sig. (bilatérale)	,063	,000	,	,828
	N	465	465	465	465
END	Corrélation de Pearson	,028	,300**	-,010	1
	Sig. (bilatérale)	,543	,000	,828	,
	N	465	465	465	465

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		DIV	TAILL-CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
DIV	Corrélation de Pears	1	,258**	,141**	,065	-,152**	-,184**	,108*	,117*	,059	-,176**
	Sig. (bilatérale)	,	,000	,002	,164	,001	,000	,019	,011	,204	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
TAILL-CA	Corrélation de Pears	,258**	1	,022	,070	-,349**	-,341**	,173**	,138**	-,051	-,207**
	Sig. (bilatérale)	,000	,	,631	,130	,000	,000	,000	,003	,268	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
INDEP	Corrélation de Pears	,141**	,022	1	-,180**	-,379**	-,282**	,258**	,046	-,135**	-,001
	Sig. (bilatérale)	,002	,631	,	,000	,000	,000	,000	,324	,004	,977
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
CUMUL	Corrélation de Pears	,065	,070	-,180**	1	,017	,227**	,107*	,003	,008	-,077
	Sig. (bilatérale)	,164	,130	,000	,	,722	,000	,021	,945	,858	,097
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
BLC	Corrélation de Pears	-,152**	-,349**	-,379**	,017	1	,366**	-,219**	-,057	,120**	,113*
	Sig. (bilatérale)	,001	,000	,000	,722	,	,000	,000	,219	,010	,015
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
DIRIG	Corrélation de Pears	-,184**	-,341**	-,282**	,227**	,366**	1	-,179**	-,078	,162**	,177**
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,000	,	,000	,094	,000	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
AUDIT	Corrélation de Pears	,108*	,173**	,258**	,107*	-,219**	-,179**	1	,016	-,117*	-,070
	Sig. (bilatérale)	,019	,000	,000	,021	,000	,000	,	,735	,012	,133
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
END	Corrélation de Pears	,117*	,138**	,046	,003	-,057	-,078	,016	1	-,043	-,010
	Sig. (bilatérale)	,011	,003	,324	,945	,219	,094	,735	,	,356	,828
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
ROA	Corrélation de Pears	,059	-,051	-,135**	,008	,120**	,162**	-,117*	-,043	1	,216**
	Sig. (bilatérale)	,204	,268	,004	,858	,010	,000	,012	,356	,	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465
CROISS	Corrélation de Pears	-,176**	-,207**	-,001	-,077	,113*	,177**	-,070	-,010	,216**	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,977	,097	,015	,000	,133	,828	,000	,
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465	465

**·La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*·La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		TAILL-CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
TAILL-C.	Corrélation de Pea	1	,022	,070	-,349**	-,341**	,173**	,138**	-,051	-,207**
	Sig. (bilatérale)	,	,631	,130	,000	,000	,000	,003	,268	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
INDEP	Corrélation de Pea	,022	1	-,180**	-,379**	-,282**	,258**	,046	-,135**	-,001
	Sig. (bilatérale)	,631	,	,000	,000	,000	,000	,324	,004	,977
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
CUMUL	Corrélation de Pea	,070	-,180**	1	,017	,227**	,107*	,003	,008	-,077
	Sig. (bilatérale)	,130	,000	,	,722	,000	,021	,945	,858	,097
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
BLC	Corrélation de Pea	-,349**	-,379**	,017	1	,366**	-,219**	-,057	,120**	,113*
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,722	,	,000	,000	,219	,010	,015
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
DIRIG	Corrélation de Pea	-,341**	-,282**	,227**	,366**	1	-,179**	-,078	,162**	,177**
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,	,000	,094	,000	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
AUDIT	Corrélation de Pea	,173**	,258**	,107*	-,219**	-,179**	1	,016	-,117*	-,070
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,021	,000	,000	,	,735	,012	,133
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
END	Corrélation de Pea	,138**	,046	,003	-,057	-,078	,016	1	-,043	-,010
	Sig. (bilatérale)	,003	,324	,945	,219	,094	,735	,	,356	,828
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
ROA	Corrélation de Pea	-,051	-,135**	,008	,120**	,162**	-,117*	-,043	1	,216**
	Sig. (bilatérale)	,268	,004	,858	,010	,000	,012	,356	,	,000
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465
CROISS	Corrélation de Pea	-,207**	-,001	-,077	,113*	,177**	-,070	-,010	,216**	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,977	,097	,015	,000	,133	,828	,000	,
	N	465	465	465	465	465	465	465	465	465

**·La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*·La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Régression

Variables introduites/éliminées[b]

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CROISS, END, FCF, SIZE[a]	,	Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : AD Kothari

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,182[a]	,033	,025	,0630825337

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, END, FCF, SIZE

ANOVA[b]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	,062	4	,016	3,918	,004[a]
	Résidu	1,831	460	,004		
	Total	1,893	464			

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, END, FCF, SIZE

b. Variable dépendante : AD Kothari

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification	Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1	(constante)	4,584E-02	,032		1,435	,152		
	FCF	2,119E-02	,032	,031	,671	,502	,986	1,014
	END	5,279E-02	,021	,119	2,462	,014	,904	1,106
	SIZE	-2,69E-03	,002	-,086	-1,734	,084	,855	1,169
	CROISS	-3,09E-02	,010	-,144	-3,030	,003	,936	1,069

a. Variable dépendante : AD Kothari

Diagnostics de colinéarité[a]

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de conditionnement	Proportions de la variance				
				(constante)	FCF	END	SIZE	CROISS
1	1	3,077	1,000	,00	,02	,02	,00	,01
	2	,982	1,770	,00	,40	,00	,00	,48
	3	,768	2,002	,00	,57	,01	,00	,44
	4	,169	4,267	,01	,00	,91	,01	,00
	5	4,107E-03	27,372	,99	,01	,06	,99	,07

a. Variable dépendante : AD Kothari

Régression

Variables introduites/éliminées[b]

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CROISS, INDEP, END, CUMUL, TAILL-CA, ROA, AUDIT, DIV, BLC, DIRIG[a]	,	Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : FCF

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,200[a]	,040	,019	,09257742215811

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, INDEP, END, CUMUL, TAILL-CA, ROA, AUDIT, DIV, BLC, DIRIG

ANOVA[b]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	,162	10	,016	1,889	,045[a]
	Résidu	3,891	454	,009		
	Total	4,053	464			

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, INDEP, END, CUMUL, TAILL-CA, ROA, AUDIT, DIV, BLC, DIRIG

b. Variable dépendante : FCF

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification	Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1	(constante)	4,380E-02	,024		1,835	,067		
	DIV	-9,89E-02	,248	-,020	-,398	,691	,867	1,153
	TAILL-CA	3,492E-05	,001	,001	,028	,978	,734	1,363
	INDEP	-4,74E-02	,021	-,120	-2,243	,025	,738	1,356
	CUMUL	6,930E-05	,010	,000	,007	,994	,869	1,151
	BLC	3,146E-02	,022	,078	1,429	,154	,707	1,414
	DIRIG	-1,80E-02	,023	-,044	-,797	,426	,707	1,415
	AUDIT	6,695E-03	,011	,029	,595	,552	,869	1,151
	END	2,033E-02	,030	,031	,669	,504	,969	1,032
	ROA	-,128	,058	-,108	-2,220	,027	,902	1,109
	CROISS	-2,05E-02	,015	-,065	-1,326	,186	,878	1,139

a. Variable dépendante : FCF

Diagnostics de colinéarité[a]

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de conditionnement	Proportions de la variance										
				constante	DIV	TAILL-CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
1	1	6,834	1,000	,00	,01	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00
	2	1,217	2,370	,00	,03	,00	,00	,00	,01	,07	,00	,00	,15	,26
	3	,752	3,015	,00	,06	,00	,00	,01	,02	,21	,00	,00	,43	,02
	4	,720	3,082	,00	,01	,00	,01	,01	,01	,07	,00	,00	,29	,56
	5	,371	4,292	,00	,84	,00	,01	,00	,01	,11	,02	,01	,09	,09
	6	,315	4,656	,00	,03	,00	,00	,28	,38	,05	,03	,04	,01	,01
	7	,258	5,148	,00	,00	,00	,12	,43	,12	,37	,01	,02	,01	,05
	8	,234	5,410	,00	,01	,00	,04	,01	,08	,00	,12	,70	,00	,00
	9	,141	6,969	,00	,00	,15	,43	,20	,01	,05	,36	,00	,00	,01
	10	,135	7,128	,01	,02	,43	,01	,02	,00	,02	,42	,19	,01	,00
	11	2,580E-02	16,273	,99	,00	,40	,37	,04	,35	,05	,03	,04	,01	,01

a. Variable dépendante : FCF

Régression

Variables introduites/éliminées[b]

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CROISS, INDEP, END, CUMUL, TAILL-CA, ROA, AUDIT, DIRIG, BLC[a]	,	Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : DIV

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,364[a]	,133	,116	,017

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, INDEP, END, CUMUL, TAILL-CA, ROA, AUDIT, DIRIG, BLC

ANOVA[b]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	,021	9	,002	7,740	,000[a]
	Résidu	,139	455	,000		
	Total	,160	464			

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, INDEP, END, CUMUL, TAILL-CA, ROA, AUDIT, DIRIG, BLC

b. Variable dépendante : DIV

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés			Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta	t	Signification	Tolérance	VIF
1	(constante)	1,534E-04	,005		,034	,973		
	TAILL-CA	8,489E-04	,000	,182	3,629	,000	,755	1,325
	INDEP	1,069E-02	,004	,136	2,697	,007	,749	1,334
	CUMUL	3,256E-03	,002	,082	1,749	,081	,874	1,144
	BLC	3,305E-04	,004	,004	,079	,937	,707	1,414
	DIRIG	-7,36E-03	,004	-,089	-1,728	,085	,711	1,406
	AUDIT	1,036E-03	,002	,023	,488	,626	,870	1,150
	END	1,074E-02	,006	,083	1,876	,061	,976	1,024
	ROA	3,245E-02	,011	,137	3,014	,003	,920	1,087
	CROISS	-8,97E-03	,003	-,143	-3,112	,002	,897	1,115

a. Variable dépendante : DIV

Diagnostics de colinéarité[a]

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de conditionnement	Proportions de la variance									
				(constante)	TAILL-CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
1	1	6,313	1,000	,00	,00	,00	,01	,00	,00	,00	,00	,00	,00
	2	1,159	2,334	,00	,00	,00	,00	,00	,06	,01	,00	,20	,28
	3	,725	2,951	,00	,00	,01	,01	,02	,25	,01	,00	,01	,45
	4	,691	3,023	,00	,00	,00	,00	,01	,10	,00	,00	,75	,17
	5	,317	4,463	,00	,00	,00	,27	,40	,08	,02	,04	,00	,02
	6	,258	4,947	,00	,00	,12	,44	,12	,38	,01	,02	,00	,04
	7	,234	5,191	,00	,00	,05	,01	,08	,01	,14	,68	,00	,00
	8	,141	6,697	,00	,12	,44	,19	,01	,04	,42	,00	,00	,01
	9	,136	6,806	,01	,46	,00	,03	,00	,02	,38	,21	,02	,01
	10	2,585E-02	15,628	,99	,40	,37	,04	,35	,05	,03	,04	,00	,01

a. Variable dépendante : DIV

Annexe IV. 2 : Corrélation de Pearson entre les variables indépendantes et VIF pour l'échantillon des entreprises Américaines

Corrélations

Corrélations

		FCF	END	SIZE	CROISS
FCF	Corrélation de Pearson	1	,193**	,196**	,048
	Sig. (bilatérale)	,	,000	,000	,318
	N	435	435	435	435
END	Corrélation de Pearson	,193**	1	,194**	-,022
	Sig. (bilatérale)	,000	,	,000	,645
	N	435	435	435	435
SIZE	Corrélation de Pearson	,196**	,194**	1	-,044
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,	,355
	N	435	435	435	435
CROISS	Corrélation de Pearson	,048	-,022	-,044	1
	Sig. (bilatérale)	,318	,645	,355	,
	N	435	435	435	435

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		DIV	TAILL_CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
DIV	Corrélation de Pea	1	,077	-,052	-,009	,189**	,063	,081	,184**	,056	-,061
	Sig. (bilatérale)	,	,110	,284	,857	,000	,188	,092	,000	,241	,202
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
TAILL_C	Corrélation de Pea	,077	1	-,133**	-,099*	-,150**	-,238**	-,152**	,086	,162**	,051
	Sig. (bilatérale)	,110	,	,006	,038	,002	,000	,002	,075	,001	,289
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
INDEP	Corrélation de Pea	-,052	-,133**	1	-,050	-,152**	-,320**	,120*	,054	-,210**	,040
	Sig. (bilatérale)	,284	,006	,	,295	,001	,000	,012	,265	,000	,401
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
CUMUL	Corrélation de Pea	-,009	-,099*	-,050	1	,135**	,318**	,044	,189**	-,045	-,005
	Sig. (bilatérale)	,857	,038	,295	,	,005	,000	,355	,000	,354	,920
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
BLC	Corrélation de Pea	,189**	-,150**	-,152**	,135**	1	,564**	-,004	,030	,069	-,055
	Sig. (bilatérale)	,000	,002	,001	,005	,	,000	,941	,533	,151	,253
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
DIRIG	Corrélation de Pea	,063	-,238**	-,320**	,318**	,564**	1	,020	,023	,070	-,048
	Sig. (bilatérale)	,188	,000	,000	,000	,000	,	,672	,628	,143	,315
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
AUDIT	Corrélation de Pea	,081	-,152**	,120*	,044	-,004	,020	1	,040	-,060	-,028
	Sig. (bilatérale)	,092	,002	,012	,355	,941	,672	,	,401	,213	,562
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
END	Corrélation de Pea	,184**	,086	,054	,189**	,030	,023	,040	1	-,091	-,022
	Sig. (bilatérale)	,000	,075	,265	,000	,533	,628	,401	,	,059	,645
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
ROA	Corrélation de Pea	,056	,162**	-,210**	-,045	,069	,070	-,060	-,091	1	-,116*
	Sig. (bilatérale)	,241	,001	,000	,354	,151	,143	,213	,059	,	,015
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435
CROISS	Corrélation de Pea	-,061	,051	,040	-,005	-,055	-,048	-,028	-,022	-,116*	1
	Sig. (bilatérale)	,202	,289	,401	,920	,253	,315	,562	,645	,015	,
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435

**·La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*·La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		TAILL_CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
TAILL_CA	Corrélation de Pearso	1	-,133**	-,099*	-,150**	-,238**	-,152**	,086	,162**	,051
	Sig. (bilatérale)	,	,006	,038	,002	,000	,002	,075	,001	,289
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
INDEP	Corrélation de Pearso	-,133**	1	-,050	-,152**	-,320**	,120*	,054	-,210**	,040
	Sig. (bilatérale)	,006	,	,295	,001	,000	,012	,265	,000	,401
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
CUMUL	Corrélation de Pearso	-,099*	-,050	1	,135**	,318**	,044	,189**	-,045	-,005
	Sig. (bilatérale)	,038	,295	,	,005	,000	,355	,000	,354	,920
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
BLC	Corrélation de Pearso	-,150**	-,152**	,135**	1	,564**	-,004	,030	,069	-,055
	Sig. (bilatérale)	,002	,001	,005	,	,000	,941	,533	,151	,253
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
DIRIG	Corrélation de Pearso	-,238**	-,320**	,318**	,564**	1	,020	,023	,070	-,048
	Sig. (bilatérale)	,000	,000	,000	,000	,	,672	,628	,143	,315
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
AUDIT	Corrélation de Pearso	-,152**	,120*	,044	-,004	,020	1	,040	-,060	-,028
	Sig. (bilatérale)	,002	,012	,355	,941	,672	,	,401	,213	,562
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
END	Corrélation de Pearso	,086	,054	,189**	,030	,023	,040	1	-,091	-,022
	Sig. (bilatérale)	,075	,265	,000	,533	,628	,401	,	,059	,645
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
ROA	Corrélation de Pearso	,162**	-,210**	-,045	,069	,070	-,060	-,091	1	-,116*
	Sig. (bilatérale)	,001	,000	,354	,151	,143	,213	,059	,	,015
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435
CROISS	Corrélation de Pearso	,051	,040	-,005	-,055	-,048	-,028	-,022	-,116*	1
	Sig. (bilatérale)	,289	,401	,920	,253	,315	,562	,645	,015	,
	N	435	435	435	435	435	435	435	435	435

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Régression

Variables introduites/éliminées[b]

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CROISS, END, SIZE, FCF[a]	,	Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : AD Kothari

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,441[a]	,194	,187	,1299377695

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, END, SIZE, FCF

ANOVA[b]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	1,749	4	,437	25,903	,000[a]
	Résidu	7,260	430	,017		
	Total	9,009	434			

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, END, SIZE, FCF

b. Variable dépendante : AD Kothari

Coefficients[a]

		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés			Statistiques de colinéarité	
Modèle		B	Erreur standard	Bêta	t	Signification	Tolérance	VIF
1	(constante)	,352	,073		4,787	,000		
	FCF	-,546	,080	-,308	-6,863	,000	,933	1,072
	END	6,147E-02	,029	,096	2,154	,032	,937	1,068
	SIZE	-1,91E-02	,004	-,227	-5,073	,000	,934	1,071
	CROISS	3,618E-02	,009	,184	4,230	,000	,994	1,006

a. Variable dépendante : AD Kothari

Diagnostics de colinéarité[a]

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de condition nement	Proportions de la variance				
				(constante)	FCF	END	SIZE	CROISS
1	1	2,539	1,000	,00	,00	,05	,00	,02
	2	1,047	1,557	,00	,80	,04	,00	,01
	3	,914	1,666	,00	,00	,06	,00	,91
	4	,496	2,263	,00	,17	,83	,00	,05
	5	3,590E-03	26,593	1,00	,03	,02	1,00	,00

a. Variable dépendante : AD Kothari

Régression

Variables introduites/éliminées[b]

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CROISS, CUMUL, AUDIT, DIV, ROA, BLC, INDEP, END, TAILL_CA, DIRIG[a]	,	Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : FCF

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,523[a]	,273	,256	,07003523897506

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, CUMUL, AUDIT, DIV, ROA, BLC, INDEP, END, TAILL_CA, DIRIG

ANOVA[b]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	,781	10	,078	15,929	,000[a]
	Résidu	2,080	424	,005		
	Total	2,861	434			

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, CUMUL, AUDIT, DIV, ROA, BLC, INDEP, END, TAILL_CA, DIRIG

b. Variable dépendante : FCF

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification	Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1	(constante)	-1,14E-02	,030		-,384	,701		
	DIV	,792	,231	,149	3,428	,001	,907	1,103
	TAILL_CA	2,095E-03	,002	,051	1,138	,256	,838	1,194
	INDEP	-3,69E-02	,024	-,070	-1,516	,130	,813	1,229
	CUMUL	1,295E-02	,007	,080	1,780	,076	,855	1,169
	BLC	2,432E-02	,026	,047	,923	,356	,653	1,532
	DIRIG	-3,82E-03	,026	-,008	-,147	,883	,538	1,860
	AUDIT	-1,23E-02	,015	-,034	-,803	,422	,953	1,049
	END	6,817E-02	,016	,190	4,354	,000	,904	1,106
	ROA	,144	,015	,406	9,342	,000	,908	1,102
	CROISS	1,224E-02	,005	,110	2,630	,009	,976	1,025

a. Variable dépendante : FCF

Diagnostics de colinéarité[a]

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de conditionnement	Proportions de la variance										
				(constante)	DIV	TAILL_CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
1	1	6,084	1,000	,00	,00	,00	,00	,01	,01	,00	,00	,01	,00	,00
	2	1,152	2,298	,00	,07	,00	,00	,00	,01	,02	,00	,00	,37	,24
	3	,910	2,585	,00	,34	,00	,00	,00	,00	,01	,00	,10	,25	,15
	4	,837	2,695	,00	,29	,00	,00	,02	,01	,04	,00	,00	,17	,42
	5	,746	2,855	,00	,09	,00	,00	,00	,05	,17	,00	,04	,08	,14
	6	,582	3,233	,00	,08	,00	,00	,05	,00	,02	,00	,68	,06	,04
	7	,368	4,068	,00	,09	,00	,00	,76	,13	,01	,00	,16	,00	,00
	8	,206	5,434	,00	,02	,00	,00	,15	,77	,59	,01	,00	,00	,00
	9	6,570E-02	9,623	,00	,00	,50	,06	,00	,00	,00	,20	,01	,05	,01
	10	3,928E-02	12,446	,00	,01	,03	,47	,00	,01	,05	,58	,00	,01	,00
	11	9,703E-03	25,040	,99	,00	,46	,46	,00	,01	,09	,21	,01	,00	,00

a. Variable dépendante : FCF

Régression

Variables introduites/éliminées[b]

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CROISS, CUMUL, AUDIT, ROA, BLC, END, INDEP, TAILL_CA[a], DIRIG	,	Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : DIV

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,306[a]	,093	,074	,014708067485679

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, CUMUL, AUDIT, ROA, BLC, END, INDEP, TAILL_CA, DIRIG

ANOVA[b]

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	,009	9	,001	4,863	,000[a]
	Résidu	,092	425	,000		
	Total	,101	434			

a. Valeurs prédites : (constantes), CROISS, CUMUL, AUDIT, ROA, BLC, END, INDEP, TAILL_CA, DIRIG

b. Variable dépendante : DIV

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification	Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1	(constante)	-7,25E-03	,006		-1,169	,243		
	TAILL_CA	6,406E-04	,000	,084	1,662	,097	,843	1,186
	INDEP	-3,58E-03	,005	-,036	-,700	,484	,814	1,228
	CUMUL	-1,67E-03	,002	-,055	-1,096	,274	,858	1,166
	BLC	2,116E-02	,005	,219	3,892	,000	,676	1,479
	DIRIG	-3,90E-03	,005	-,045	-,715	,475	,538	1,858
	AUDIT	6,530E-03	,003	,096	2,033	,043	,962	1,039
	END	1,236E-02	,003	,183	3,823	,000	,935	1,069
	ROA	2,537E-03	,003	,038	,787	,432	,909	1,100
	CROISS	-9,06E-04	,001	-,043	-,928	,354	,978	1,023

a. Variable dépendante : DIV

Diagnostics de colinéarité[a]

Modèl	Dimensio	Valeur propr	Index de conditionnement	Proportions de la variance									
				constante	AILL_CA	INDEP	CUMUL	BLC	DIRIG	AUDIT	END	ROA	CROISS
1	1	5,938	1,000	,00	,00	,00	,01	,01	,00	,00	,01	,00	,00
	2	1,120	2,302	,00	,00	,00	,00	,01	,03	,00	,00	,44	,24
	3	,870	2,612	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,05	,33	,62
	4	,760	2,795	,00	,00	,00	,01	,06	,21	,00	,10	,11	,05
	5	,600	3,146	,00	,00	,00	,02	,00	,02	,00	,72	,04	,08
	6	,388	3,913	,00	,00	,00	,77	,15	,00	,00	,10	,01	,00
	7	,208	5,337	,00	,00	,00	,18	,76	,60	,01	,00	,00	,00
	8	6,574E-02	9,504	,00	,50	,06	,00	,00	,01	,20	,01	,06	,01
	9	3,974E-02	12,224	,00	,03	,47	,00	,01	,04	,58	,00	,02	,00
	10	9,733E-03	24,700	,99	,46	,47	,00	,00	,09	,20	,01	,00	,00

a. Variable dépendante : DIV

Annexe V. 1 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_kothari         465      4    .0762321    0.0329      15.84   0.0032
fcf                465     10    .1322339    0.0400      36.93   0.0001
div                465      9    .0172996    0.1328      71.20   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |   .4883053    .210616     2.32   0.020     .0755055    .9011051
         end |   .0369607   .0268415     1.38   0.169    -.0156478    .0895691
        size |  -.0009147    .002033    -0.45   0.653    -.0048992    .0030699
      croiss |  -.0155328   .0140631    -1.10   0.269     -.043096    .0120304
       _cons |  -.0037258   .0444905    -0.08   0.933    -.0909256     .083474
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -5.594108   1.284404    -4.36   0.000    -8.111493   -3.076723
       taill |   .0047742    .001554     3.07   0.002     .0017283    .0078201
       indep |   .0230825   .0245218     0.94   0.347    -.0249794    .0711444
       cumul |   .0197414   .0101876     1.94   0.053    -.0002258    .0397087
         blc |   .0142123   .0210768     0.67   0.500    -.0270975    .0555222
       dirig |    -.04864    .023315    -2.09   0.037    -.0943365   -.0029435
       audit |   .0111234   .0107013     1.04   0.299    -.0098507    .0320976
         end |   .0757138    .036071     2.10   0.036      .005016    .1464116
         roa |  -.0358258   .0682019    -0.53   0.599     -.169499    .0978473
      croiss |  -.0641753   .0203915    -3.15   0.002    -.1041419   -.0242088
       _cons |   .0458881   .0231404     1.98   0.047     .0005337    .0912424
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0008488   .0002314     3.67   0.000     .0003953    .0013023
       indep |   .0106681   .0039195     2.72   0.006      .002986    .0183503
       cumul |   .0032535   .0018418     1.77   0.077    -.0003563    .0068633
         blc |   .0003598   .0041141     0.09   0.930    -.0077036    .0084232
       dirig |   -.007375   .0042141    -1.75   0.080    -.0156344    .0008844
       audit |   .0010377   .0021015     0.49   0.621    -.0030812    .0051567
         end |   .0107413   .0056596     1.90   0.058    -.0003513    .0218339
         roa |   .0325857   .0106507     3.06   0.002     .0117107    .0534608
      croiss |  -.0089823   .0028528    -3.15   0.002    -.0145737   -.0033908
       _cons |   .0001515   .0044612     0.03   0.973    -.0085924    .0088954
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe V. 2 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Kothari

Three-stage least squares regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
ad_kothari	117	4	.0519551	0.1732	20.58	0.0004
fcf	117	10	.2403395	0.1205	24.10	0.0073
div	117	9	.0155167	0.1559	22.86	0.0065

	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
ad_kothari						
fcf	.1383241	.0836171	1.65	0.098	-.0255623	.3022106
end	.017924	.0312041	0.57	0.566	-.0432349	.0790829
size	-.0108811	.002867	-3.80	0.000	-.0165003	-.0052619
croiss	.0129889	.0165274	0.79	0.432	-.0194043	.0453821
_cons	.2879918	.0592022	4.86	0.000	.1719576	.4040261
fcf						
div	-11.22643	3.514705	-3.19	0.001	-18.11512	-4.337733
taill	.0177279	.0068277	2.60	0.009	.0043458	.0311099
indep	.0860152	.109217	0.79	0.431	-.1280461	.3000765
cumul	.059708	.0392222	1.52	0.128	-.0171662	.1365822
blc	.067524	.0990266	0.68	0.495	-.1265646	.2616125
dirig	-.0167889	.0895743	-0.19	0.851	-.1923513	.1587734
audit	.0325419	.0460835	0.71	0.480	-.0577802	.1228639
end	.1632247	.1115954	1.46	0.144	-.0554983	.3819476
roa	-.0166396	.1790723	-0.09	0.926	-.3676148	.3343357
croiss	-.0904218	.0545162	-1.66	0.097	-.1972717	.0164281
_cons	-.0939803	.1109557	-0.85	0.397	-.3114495	.1234889
div						
taill	.0013564	.00048	2.83	0.005	.0004156	.0022971
indep	.0221678	.0072013	3.08	0.002	.0080534	.0362821
cumul	.0036615	.0034134	1.07	0.283	-.0030286	.0103517
blc	.0116935	.0080348	1.46	0.146	-.0040544	.0274415
dirig	.004111	.0079902	0.51	0.607	-.0115495	.0197716
audit	.0014853	.004158	0.36	0.721	-.0066642	.0096348
end	.0045173	.0093502	0.48	0.629	-.0138087	.0228434
roa	.0284312	.0133132	2.14	0.033	.0023378	.0545246
croiss	-.0036798	.0044516	-0.83	0.408	-.0124047	.0050452
_cons	-.0154566	.0090327	-1.71	0.087	-.0331604	.0022472

Annexe V. 3: Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_kothari         116      4    .0494935    0.3748      61.67   0.0000
fcf                116     10    .8565854    0.1658       8.02   0.6273
div                116      9    .0112634    0.2540      39.06   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |   1.089257   .6891635     1.58   0.114    -.2614787    2.439992
         end |   .1198199   .0352472     3.40   0.001     .0507368    .1889031
        size |  -.0016046    .002822    -0.57   0.570    -.0071356    .0039265
      croiss |    -.07782   .0112225    -6.93   0.000    -.0998158   -.0558242
       _cons |  -.0832396   .0709303    -1.17   0.241    -.2222605    .0557813
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   7.646058   27.48842     2.78   0.005     22.58427    130.3369
       taill |  -.0727879   .0291618    -2.50   0.013    -.1299441   -.0156318
       indep |  -.4273861   .2828668    -1.51   0.131    -.9817948    .1270227
       cumul |  -.3985151   .1721111    -2.32   0.021    -.7358467   -.0611834
         blc |  -.8613934    .401259    -2.15   0.032    -1.647847   -.0749401
       dirig |    .279783    .248016     1.13   0.259    -.2063195    .7658855
       audit |   -.012657   .1035633    -0.12   0.903    -.2156374    .1903234
         end |  -1.414153   .6181884    -2.29   0.022     -2.62578   -.2025258
         roa |   .1014284   .5744029     0.18   0.860    -1.024381    1.227237
      croiss |   .5189902   .2289084     2.27   0.023      .070338    .9676423
       _cons |   .4308756   .2961595     1.45   0.146    -.1495864    1.011338
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0009364   .0002885     3.25   0.001     .0003709    .0015018
       indep |   .0044797   .0051444     0.87   0.384    -.0056032    .0145625
       cumul |   .0053399   .0025409     2.10   0.036     .0003598      .01032
         blc |   .0115497   .0057016     2.03   0.043     .0003748    .0227247
       dirig |  -.0041013   .0055538    -0.74   0.460    -.0149865    .0067839
       audit |   .0003923    .002457     0.16   0.873    -.0044234    .0052079
         end |   .0183316   .0081834     2.24   0.025     .0022925    .0343707
         roa |  -.0038776   .0136183    -0.28   0.776     -.030569    .0228138
      croiss |   -.006565    .002829    -2.32   0.020    -.0121098   -.0010202
       _cons |  -.0047265   .0059038    -0.80   0.423    -.0162977    .0068446
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe V. 4 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_kothari         232      4    .0140105    0.0143       3.49   0.4791
fcf                232     10    .0381402    0.1675      44.44   0.0000
div                232      9    .0194244    0.1723      49.16   0.0000
------------------------------------------------------------------------------


------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |  -.0499814   .0766369    -0.65   0.514     -.200187    .1002241
         end |  -.0074854   .0076113    -0.98   0.325    -.0224033    .0074325
        size |   .0004338   .0005605     0.77   0.439    -.0006648    .0015323
      croiss |   .0054537    .006534     0.83   0.404    -.0073527    .0182601
       _cons |  -.0098787   .0130588    -0.76   0.449    -.0354734    .0157161
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.131657     .67546    -1.68   0.094    -2.455534    .1922201
       taill |  -.0003414   .0007248    -0.47   0.638     -.001762    .0010791
       indep |   .0142247   .0115268     1.23   0.217    -.0083673    .0368168
       cumul |   .0013589   .0053867     0.25   0.801    -.0091989    .0119167
         blc |   .0429925   .0125399     3.43   0.001     .0184147    .0675703
       dirig |  -.0343427   .0155382    -2.21   0.027    -.0647969   -.0038885
       audit |   .0069018   .0065075     1.06   0.289    -.0058527    .0196562
         end |   .0081324   .0180438     0.45   0.652    -.0272328    .0434975
         roa |    .202654   .0803384     2.52   0.012     .0451936    .3601145
      croiss |   -.054498   .0259158    -2.10   0.035    -.1052921   -.0037039
       _cons |   .0305452   .0129246     2.36   0.018     .0052134    .0558769
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0005832   .0003643     1.60   0.109    -.0001309    .0012973
       indep |   .0070078   .0062966     1.11   0.266    -.0053332    .0193489
       cumul |   .0035247   .0028928     1.22   0.223    -.0021451    .0091946
         blc |  -.0091595   .0064798    -1.41   0.157    -.0218596    .0035406
       dirig |   -.015499   .0068637    -2.26   0.024    -.0289517   -.0020463
       audit |   .0040646   .0035281     1.15   0.249    -.0028504    .0109795
         end |   .0076339   .0102423     0.75   0.456    -.0124407    .0277084
         roa |   .0980545   .0281288     3.49   0.000     .0429231    .1531859
      croiss |  -.0307161   .0092332    -3.33   0.001    -.0488129   -.0126192
       _cons |   .0069483   .0071131     0.98   0.329    -.0069931    .0208898
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VI. 1 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_raman           465      4    .0773601    0.0358      16.90   0.0020
fcf                465     10    .1319679    0.0400      36.68   0.0001
div                465      9    .0172997    0.1328      71.21   0.0000
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |   .5038587   .2134309     2.36   0.018     .0855419    .9221756
         end |   .0416893   .0272003     1.53   0.125    -.0116224     .095001
        size |  -.0005569   .0020601    -0.27   0.787    -.0045946    .0034808
      croiss |  -.0161546   .0142511    -1.13   0.257    -.0440863    .0117771
       _cons |   -.012879    .045084    -0.29   0.775     -.101242     .075484
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -5.573863   1.280951    -4.35   0.000     -8.08448   -3.063245
       taill |   .0047853   .0015507     3.09   0.002      .001746    .0078246
       indep |   .0243723   .0244936     1.00   0.320    -.0236343    .0723789
       cumul |   .0195722   .0101819     1.92   0.055     -.000384    .0395285
         blc |   .0169834   .0210737     0.81   0.420    -.0243204    .0582872
       dirig |  -.0487578   .0232998    -2.09   0.036    -.0944246   -.0030909
       audit |    .011528   .0106988     1.08   0.281    -.0094414    .0324973
         end |   .0755066   .0360598     2.09   0.036     .0048306    .1461825
         roa |  -.0351693   .0681043    -0.52   0.606    -.1686513    .0983127
      croiss |  -.0641694   .0203762    -3.15   0.002    -.1041059   -.0242328
       _cons |   .0437403   .0231373     1.89   0.059    -.0016079    .0890886
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0008483   .0002314     3.67   0.000     .0003948    .0013017
       indep |   .0106064   .0039191     2.71   0.007      .002925    .0182878
       cumul |   .0032462   .0018415     1.76   0.078    -.0003631    .0068554
         blc |   .0004283   .0041135     0.10   0.917     -.007634    .0084907
       dirig |  -.0074174   .0042135    -1.76   0.078    -.0156756    .0008409
       audit |   .0010408   .0021012     0.50   0.620    -.0030775    .0051592
         end |   .0107574   .0056596     1.90   0.057    -.0003352    .0218499
         roa |    .032964   .0106496     3.10   0.002     .0120911    .0538368
      croiss |  -.0090062   .0028528    -3.16   0.002    -.0145977   -.0034148
       _cons |   .0001588   .0044607     0.04   0.972     -.008584    .0089016
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VI. 2 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_raman           117      4    .0504782    0.1540     18.48   0.0010
fcf                117     10    .2277271    0.1229      23.58   0.0088
div                117      9    .0154688    0.1741      25.76   0.0022
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |   .1182862   .0806836     1.47   0.143    -.0398508    .2764232
         end |    .013941   .0306103     0.46   0.649    -.0460542    .0739362
        size |  -.0101417   .0028211    -3.59   0.000    -.0156709   -.0046125
      croiss |   .0132049   .0160791     0.82   0.412    -.0183095    .0447194
       _cons |   .2746985   .0579696     4.74   0.000     .1610802    .3883168
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -10.11611   3.325921    -3.04   0.002    -16.63479   -3.597422
       taill |   .0174889   .0070889     2.47   0.014      .003595    .0313828
       indep |   .0724304   .1097984     0.66   0.509    -.1427704    .2876313
       cumul |   .0514845   .0381511     1.35   0.177    -.0232902    .1262592
         blc |   .0398127   .0943646     0.42   0.673    -.1451385    .2247639
       dirig |  -.0065614   .0884481    -0.07   0.941    -.1799165    .1667938
       audit |   .0244862   .0456817     0.54   0.592    -.0650484    .1140208
         end |   .1554888   .1094809     1.42   0.156    -.0590897    .3700674
         roa |  -.0319561   .1771894    -0.18   0.857     -.379241    .3153288
      croiss |  -.0900568   .0538755    -1.67   0.095    -.1956508    .0155373
       _cons |  -.0829567   .1117732    -0.74   0.458    -.3020282    .1361148
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0014995   .0004809     3.12   0.002      .000557     .002442
       indep |    .023684   .0070449     3.36   0.001     .0098762    .0374919
       cumul |     .00309    .003336     0.93   0.354    -.0034484    .0096285
         blc |   .0103741   .0078048     1.33   0.184    -.0049231    .0256713
       dirig |   .0062923   .0077395     0.81   0.416    -.0088769    .0214615
       audit |   .0008835   .0041058     0.22   0.830    -.0071637    .0089307
         end |   .0041866   .0092957     0.45   0.652    -.0140326    .0224059
         roa |   .0287708   .0133181     2.16   0.031     .0026677    .0548739
      croiss |   -.004025   .0044447    -0.91   0.365    -.0127364    .0046864
       _cons |  -.0165631   .0089291    -1.85   0.064    -.0340638    .0009376
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VI. 3 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_raman           116      4    .0500006    0.3621      59.44   0.0000
fcf                116     10    .0361713    0.1604      13.56   0.1939
div                116      9    .0111116    0.2284      33.76   0.0001
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |   .9920453   .7006691     1.42   0.157    -.3812409    2.365332
         end |   .1188838    .036345     3.27   0.001     .0476489    .1901187
        size |   -.002904   .0028561    -1.02   0.309     -.008502    .0026939
      croiss |  -.0793302    .011278    -7.03   0.000    -.1014347   -.0572256
       _cons |  -.0528022   .0703433    -0.75   0.453    -.1906726    .0850682
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -2.471236   1.744917    -1.42   0.157     -5.89121    .9487377
       taill |   .0022825   .0018232     1.25   0.211    -.0012909    .0058559
       indep |  -.0056688   .0132837    -0.43   0.670    -.0317044    .0203667
       cumul |   .0034646   .0075614     0.46   0.647    -.0113555    .0182846
         blc |   .0482049    .020476     2.35   0.019     .0080726    .0883372
       dirig |  -.0017091   .0122312    -0.14   0.889    -.0256818    .0222635
       audit |   .0039413   .0055494     0.71   0.478    -.0069353    .0148178
         end |   .0376095   .0358035     1.05   0.294    -.0325642    .1077831
         roa |  -.0414829   .0303085    -1.37   0.171    -.1008865    .0179207
      croiss |  -.0178451   .0143316    -1.25   0.213    -.0459345    .0102443
       _cons |   .0239272   .0134877     1.77   0.076    -.0025081    .0503625
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0009351   .0003096     3.02   0.003     .0003283    .0015419
       indep |   .0016387    .005241     0.31   0.755    -.0086334    .0119108
       cumul |   .0032723   .0025138     1.30   0.193    -.0016546    .0081992
         blc |   .0090756   .0055188     1.64   0.100    -.0017411    .0198922
       dirig |  -.0016589   .0054473    -0.30   0.761    -.0123354    .0090176
       audit |   .0000739   .0024462     0.03   0.976    -.0047205    .0048683
         end |   .0170253   .0080805     2.11   0.035     .0011878    .0328627
         roa |  -.0062775    .013457    -0.47   0.641    -.0326526    .0200977
      croiss |  -.0067511   .0028032    -2.41   0.016    -.0122453   -.0012568
       _cons |  -.0014005   .0056389    -0.25   0.804    -.0124525    .0096515
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VI. 4 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_raman           232      4      .01432    0.0220       4.83   0.3057
fcf                232     10    .0491079    0.1570      37.40   0.0000
div                232      9    .0193689    0.1742      50.32   0.0000
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |  -.0570709   .0848225    -0.67   0.501      -.22332    .1091782
         end |  -.0102773   .0076697    -1.34   0.180    -.0253097    .0047551
        size |   .0004479   .0005888     0.76   0.447    -.0007061     .001602
      croiss |   .0063333   .0066632     0.95   0.342    -.0067263     .019393
       _cons |  -.0087423   .0140397    -0.62   0.533    -.0362596     .018775
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.951584   .8193954    -2.38   0.017     -3.55757   -.3455988
       taill |   .0002032   .0007567     0.27   0.788    -.0012799    .0016862
       indep |   .0238636    .012838     1.86   0.063    -.0012985    .0490256
       cumul |   .0062039   .0066257     0.94   0.349    -.0067823    .0191901
         blc |   .0330775    .013831     2.39   0.017     .0059692    .0601858
       dirig |  -.0467992   .0195758    -2.39   0.017     -.085167   -.0084315
       audit |   .0078497   .0069484     1.13   0.259     -.005769    .0214684
         end |   .0114123   .0192833     0.59   0.554    -.0263823    .0492069
         roa |     .29832    .096519     3.09   0.002     .1091461    .4874938
      croiss |  -.0753354    .029209    -2.58   0.010     -.132584   -.0180867
       _cons |   .0359874   .0145756     2.47   0.014     .0074197     .064555
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0005309   .0003532     1.50   0.133    -.0001614    .0012233
       indep |   .0074775   .0062772     1.19   0.234    -.0048256    .0197807
       cumul |   .0048367   .0029016     1.67   0.096    -.0008504    .0105237
         blc |  -.0087228   .0065255    -1.34   0.181    -.0215125    .0040668
       dirig |  -.0178686   .0069656    -2.57   0.010    -.0315208   -.0042163
       audit |   .0035161   .0034909     1.01   0.314    -.0033259    .0103582
         end |   .0063659    .010158     0.63   0.531    -.0135434    .0262751
         roa |   .1033829   .0285135     3.63   0.000     .0474975    .1592683
      croiss |  -.0292092   .0092095    -3.17   0.002    -.0472594    -.011159
       _cons |   .0072897   .0071899     1.01   0.311    -.0068022    .0213816
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VII. 1 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        465      4     .125162    0.0069      11.50   0.0215
fcf                465     10    .1096249    0.0400      68.70   0.0000
div                465      9    .0172997    0.1328      71.48   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |  -1.135306   .3453699    -3.29   0.001    -1.812219   -.4583937
         end |   .0586717    .044015     1.33   0.183    -.0275961    .1449396
        size |  -.0061779   .0033337    -1.85   0.064    -.0127117     .000356
      croiss |  -.0498304   .0230609    -2.16   0.031    -.0950288   -.0046319
       _cons |   .1561616   .0729552     2.14   0.032     .0131721    .2991512
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -3.372538    1.11364    -3.03   0.002    -5.555232   -1.189844
       taill |   .0018833    .001209     1.56   0.119    -.0004863     .004253
       indep |   .0267759   .0207878     1.29   0.198    -.0139674    .0675192
       cumul |     .00987   .0081959     1.20   0.228    -.0061936    .0259336
         blc |   .0258695   .0172538     1.50   0.134    -.0079474    .0596864
       dirig |  -.0303867   .0188424    -1.61   0.107    -.0673171    .0065438
       audit |   .0037737   .0085132     0.44   0.658    -.0129119    .0204592
         end |   .0519807   .0356297     1.46   0.145    -.0178522    .1218136
         roa |  -.2518002   .0562987    -4.47   0.000    -.3621438   -.1414567
      croiss |  -.0409397   .0196861    -2.08   0.038    -.0795236   -.0023557
       _cons |   .0475265    .019431     2.45   0.014     .0094424    .0856107
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0008514   .0002314     3.68   0.000     .0003979    .0013049
       indep |   .0105797   .0039194     2.70   0.007     .0028978    .0182616
       cumul |   .0032586   .0018416     1.77   0.077     -.000351    .0068681
         blc |   .0003487   .0041139     0.08   0.932    -.0077143    .0084117
       dirig |  -.0073918   .0042138    -1.75   0.079    -.0156508    .0008671
       audit |   .0010529   .0021014     0.50   0.616    -.0030658    .0051716
         end |   .0107453   .0056596     1.90   0.058    -.0003473    .0218378
         roa |   .0330785   .0106503     3.11   0.002     .0122043    .0539527
      croiss |  -.0089978   .0028528    -3.15   0.002    -.0145893   -.0034064
       _cons |   .0001446    .004461     0.03   0.974    -.0085988    .0088881
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VII. 2 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        117      4    .0747916    0.0367       3.90   0.4201
fcf                117     10    .0414363    0.0855      14.62   0.1467
div                117      9    .0232402    0.1430      19.97   0.0181
----------------------------------------------------------------------


------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |   .0312898   .7361288     0.04   0.966    -1.411496    1.474076
         end |   .0061423   .0449703     0.14   0.891    -.0819979    .0942825
        size |  -.0063695   .0040204    -1.58   0.113    -.0142492    .0015103
      croiss |   .0200911   .0344182     0.58   0.559    -.0473674    .0875496
       _cons |   .2026708   .0884539     2.29   0.022     .0293044    .3760372
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.252913   .5351363    -2.34   0.019    -2.301761   -.2040652
       taill |   .0015757   .0010671     1.48   0.140    -.0005158    .0036673
       indep |   .0093135   .0171332     0.54   0.587     -.024267     .042894
       cumul |   .0035084   .0079033     0.44   0.657    -.0119819    .0189986
         blc |   .0575791    .019563     2.94   0.003     .0192363    .0959218
       dirig |  -.0397786   .0172512    -2.31   0.021    -.0735904   -.0059669
       audit |   .0038844   .0080293     0.48   0.629    -.0118528    .0196217
         end |    .022388   .0225036     0.99   0.320    -.0217183    .0664943
         roa |   .0636728   .0415843     1.53   0.126    -.0178309    .1451766
      croiss |  -.0275177   .0202701    -1.36   0.175    -.0672464    .0122109
       _cons |   .0093174   .0190605     0.49   0.625    -.0280405    .0466752
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0008017   .0006942     1.15   0.248    -.0005589    .0021623
       indep |   .0164868   .0104133     1.58   0.113    -.0039229    .0368966
       cumul |   .0058408    .005158     1.13   0.257    -.0042687    .0159502
         blc |   .0129024   .0129197     1.00   0.318    -.0124199    .0382246
       dirig |   -.011922   .0113379    -1.05   0.293    -.0341438    .0102998
       audit |   .0013399   .0056675     0.24   0.813    -.0097682     .012448
         end |   .0163468   .0147341     1.11   0.267    -.0125315     .045225
         roa |   .0360098    .026946     1.34   0.181    -.0168034    .0888231
      croiss |  -.0243127   .0109299    -2.22   0.026    -.0457349   -.0028905
       _cons |  -.0044443   .0134209    -0.33   0.741    -.0307487    .0218601
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VII. 3 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        116      4    .0558577    0.1390      18.82   0.0009
fcf                116     10     .300856    0.1266      27.44   0.0022
div                116      9    .0168196    0.1811      26.57   0.0016
----------------------------------------------------------------------


------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |  -.0611508   .0792863    -0.77   0.441    -.2165491    .0942474
         end |    .024606   .0383921     0.64   0.522    -.0506411     .099853
        size |   .0002795   .0028485     0.10   0.922    -.0053034    .0058623
      croiss |  -.0473572   .0118372    -4.00   0.000    -.0705577   -.0241567
       _cons |  -.0810426   .0585463    -1.38   0.166    -.1957913    .0337061
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   -15.4306    3.77936    -4.08   0.000    -22.83801   -8.023189
       taill |   .0121446   .0068593     1.77   0.077    -.0012995    .0255886
       indep |   .1906232    .150001     1.27   0.204    -.1033733    .4846198
       cumul |   .1586426   .0647801     2.45   0.014     .0316759    .2856092
         blc |   .2349373   .1373548     1.71   0.087    -.0342732    .5041479
       dirig |  -.2414055   .1348441    -1.79   0.073    -.5056952    .0228841
       audit |   .0271274   .0538755     0.50   0.615    -.0784668    .1327215
         end |   .0956213   .1445658     0.66   0.508    -.1877224     .378965
         roa |  -.2174503   .2286335    -0.95   0.342    -.6655637    .2306632
      croiss |  -.1092097   .0518422    -2.11   0.035    -.2108185   -.0076009
       _cons |  -.0846622   .1447015    -0.59   0.558    -.3682719    .1989475
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0005673   .0005177     1.10   0.273    -.0004474     .001582
       indep |   .0241065    .009171     2.63   0.009     .0061317    .0420812
       cumul |   .0110353   .0040262     2.74   0.006     .0031442    .0189265
         blc |   .0164447   .0097831     1.68   0.093    -.0027297    .0356191
       dirig |  -.0181339   .0094632    -1.92   0.055    -.0366814    .0004137
       audit |   .0022949   .0042506     0.54   0.589    -.0060361     .010626
         end |   .0033244   .0114395     0.29   0.771    -.0190966    .0257455
         roa |   .0261582     .01711     1.53   0.126    -.0073769    .0596932
      croiss |  -.0071776   .0035261    -2.04   0.042    -.0140885   -.0002666
       _cons |  -.0119516   .0109129    -1.10   0.273    -.0333405    .0094373
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VII. 4 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        232      4    .0152869    0.0343       5.13   0.2744
fcf                232     10    .0378297    0.2003      50.99   0.0000
div                232      9    .0126548    0.1956      56.04   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |  -.1020897   .0681881    -1.50   0.134     -.235736    .0315566
         end |  -.0029012   .0082982    -0.35   0.727    -.0191655     .013363
        size |  -.0001557   .0005484    -0.28   0.776    -.0012306    .0009191
      croiss |   .0083847   .0054762     1.53   0.126    -.0023484    .0191178
       _cons |   .0064539   .0118662     0.54   0.587    -.0168034    .0297111
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.248034   1.059142    -1.18   0.239    -3.323914    .8278455
       taill |   .0006541   .0012411     0.53   0.598    -.0017784    .0030867
       indep |   .0096975   .0113813     0.85   0.394    -.0126095    .0320044
       cumul |   -.003337   .0050072    -0.67   0.505    -.0131509     .006477
         blc |   .0384599   .0116239     3.31   0.001     .0156775    .0612423
       dirig |  -.0257509   .0133755    -1.93   0.054    -.0519664    .0004645
       audit |   .0088201   .0059719     1.48   0.140    -.0028846    .0205247
         end |   .0149084   .0198942     0.75   0.454    -.0240834    .0539003
         roa |   .2796139   .0612702     4.56   0.000     .1595264    .3997014
      croiss |  -.0318915   .0157538    -2.02   0.043    -.0627685   -.0010145
       _cons |   .0165968   .0124139     1.34   0.181     -.007734    .0409276
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0010188   .0002238     4.55   0.000     .0005801    .0014574
       indep |    .003979   .0039935     1.00   0.319    -.0038482    .0118061
       cumul |   .0002251   .0018841     0.12   0.905    -.0034677    .0039179
         blc |  -.0047512   .0038842    -1.22   0.221    -.0123641    .0028617
       dirig |   -.006248   .0044937    -1.39   0.164    -.0150555    .0025594
       audit |   .0008653   .0022336     0.39   0.698    -.0035124     .005243
         end |   .0090934   .0065132     1.40   0.163    -.0036721     .021859
         roa |   .0358262    .017732     2.02   0.043     .0010721    .0705804
      croiss |  -.0085562    .004806    -1.78   0.075    -.0179759    .0008634
       _cons |   .0043475   .0043305     1.00   0.315    -.0041401    .0128351
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VIII. 1 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_kothari         435      4    .1386678    0.1942      90.21   0.0000
fcf                435     10    .1455512    0.2731      92.73   0.0000
div                435      9    .0145384    0.0934      45.32   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |  -1.188973   .1888695    -6.30   0.000    -1.559151   -.8187959
         end |   .0994868   .0320332     3.11   0.002      .036703    .1622707
        size |   -.014328   .0042275    -3.39   0.001    -.0226137   -.0060423
      croiss |   .0403597   .0092012     4.39   0.000     .0223256    .0583938
       _cons |   .2463495   .0836215     2.95   0.003     .0824543    .4102447
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   -8.01513   2.694719    -2.97   0.003    -13.29668   -2.733577
       taill |   .0072332   .0029861     2.42   0.015     .0013806    .0130858
       indep |  -.0844531   .0326078    -2.59   0.010    -.1483631    -.020543
       cumul |  -.0000974    .010313    -0.01   0.992    -.0203105    .0201157
         blc |   .2135304   .0665152     3.21   0.001     .0831631    .3438977
       dirig |  -.0535479   .0349857    -1.53   0.126    -.1221186    .0150227
       audit |   .0371279   .0266943     1.39   0.164     -.015192    .0894478
         end |   .1775588   .0389604     4.56   0.000     .1011978    .2539198
         roa |   .1629212   .0212788     7.66   0.000     .1212155    .2046269
      croiss |   .0041516   .0066481     0.62   0.532    -.0088783    .0171815
       _cons |  -.0519539   .0432201    -1.20   0.229    -.1366638     .032756
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0006574   .0003804     1.73   0.084    -.0000881     .001403
       indep |  -.0030414   .0050393    -0.60   0.546    -.0129183    .0068355
       cumul |   -.001728   .0015052    -1.15   0.251    -.0046782    .0012221
         blc |   .0210589   .0053647     3.93   0.000     .0105443    .0315734
       dirig |  -.0033853   .0053765    -0.63   0.529     -.013923    .0071525
       audit |   .0067968   .0031699     2.14   0.032     .0005839    .0130098
         end |   .0123433   .0031956     3.86   0.000     .0060801    .0186066
         roa |   .0026346   .0031854     0.83   0.408    -.0036086    .0088779
      croiss |  -.0009028    .000965    -0.94   0.350    -.0027942    .0009886
       _cons |  -.0080256   .0061211    -1.31   0.190    -.0200228    .0039715
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VIII. 2 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_kothari         109      4    .1520994    0.2427      32.09   0.0000
fcf                109     10    .1009216    0.3413      59.43   0.0000
div                109      9    .0053231    0.0441       5.00   0.8345
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |  -1.023678   .2990024    -3.42   0.001    -1.609712   -.4376445
         end |   .1554798   .0642993     2.42   0.016     .0294554    .2815041
        size |   -.030714   .0132745    -2.31   0.021    -.0567315   -.0046965
      croiss |   .0360263   .0116415     3.09   0.002     .0132094    .0588432
       _cons |   .6617672   .2523092     2.62   0.009     .1672502    1.156284
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   -5.73757   8.048278    -0.71   0.476     -21.5119    10.03676
       taill |   .0004695   .0053379     0.09   0.930    -.0099926    .0109316
       indep |  -.1402581   .0515314    -2.72   0.006    -.2412578   -.0392585
       cumul |   .0240751   .0174715     1.38   0.168    -.0101683    .0583186
         blc |  -.0915362   .1268509    -0.72   0.471    -.3401594     .157087
       dirig |   .0434892   .1039671     0.42   0.676    -.1602826    .2472609
       audit |  -.0458375    .040141    -1.14   0.253    -.1245123    .0328374
         end |    .153202   .0346814     4.42   0.000     .0852277    .2211763
         roa |   .1560229    .035977     4.34   0.000     .0855092    .2265365
      croiss |   .0144546   .0073316     1.97   0.049      .000085    .0288242
       _cons |   .0917667   .0688316     1.33   0.182    -.0431408    .2266741
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |  -.0003308   .0003702    -0.89   0.372    -.0010562    .0003947
       indep |  -.0015952   .0037025    -0.43   0.667    -.0088519    .0056615
       cumul |  -.0007806    .001237    -0.63   0.528     -.003205    .0016439
         blc |  -.0087949   .0082054    -1.07   0.284    -.0248772    .0072875
       dirig |   .0069509   .0068151     1.02   0.308    -.0064064    .0203082
       audit |   .0002047   .0028427     0.07   0.943    -.0053669    .0057764
         end |   .0019174   .0018091     1.06   0.289    -.0016285    .0054632
         roa |   .0021019   .0019737     1.06   0.287    -.0017665    .0059703
      croiss |   .0001018   .0004085     0.25   0.803    -.0006988    .0009024
       _cons |   .0052912   .0045433     1.16   0.244    -.0036136    .0141959
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VIII. 3 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_kothari         109      4    .0784691    0.0697       7.14   0.1286
fcf                109     10    .0633259    0.4665      51.12   0.0000
div                109      9    .0222651    0.1427      18.00   0.0352
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |   .1189589   .3408937     0.35   0.727    -.5491805    .7870983
         end |   .0320683   .0334392     0.96   0.338    -.0334714     .097608
        size |   .0017418   .0041758     0.42   0.677    -.0064427    .0099263
      croiss |  -.0368558   .0150289    -2.45   0.014    -.0663119   -.0073996
       _cons |  -.1854461   .0835589    -2.22   0.026    -.3492186   -.0216736
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.628417   .3632934    -4.48   0.000    -2.340459   -.9163754
       taill |  -.0013415   .0024665    -0.54   0.587    -.0061757    .0034927
       indep |  -.0518131   .0455625    -1.14   0.255    -.1411139    .0374877
       cumul |   .0056288    .009282     0.61   0.544    -.0125636    .0238212
         blc |   .0613049   .0243498     2.52   0.012     .0135802    .1090296
       dirig |   .0039642   .0418392     0.09   0.925     -.078039    .0859675
       audit |   .0211638   .0170294     1.24   0.214    -.0122132    .0545409
         end |   .0639902   .0207361     3.09   0.002     .0233481    .1046322
         roa |    .070437   .0174537     4.04   0.000     .0362284    .1046457
      croiss |  -.0068088   .0083641    -0.81   0.416    -.0232021    .0095845
       _cons |   .0352354   .0452241     0.78   0.436    -.0534022     .123873
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0002829   .0013302     0.21   0.832    -.0023243    .0028901
       indep |   .0055484   .0246444     0.23   0.822    -.0427537    .0538505
       cumul |  -.0022398   .0050145    -0.45   0.655    -.0120681    .0075884
         blc |   .0239836   .0121746     1.97   0.049     .0001219    .0478453
       dirig |   .0025387   .0226533     0.11   0.911     -.041861    .0469385
       audit |   .0120483   .0089925     1.34   0.180    -.0055767    .0296734
         end |   .0283101   .0096849     2.92   0.003     .0093282    .0472921
         roa |  -.0007482   .0093809    -0.08   0.936    -.0191345    .0176381
      croiss |  -.0058491   .0043246    -1.35   0.176    -.0143253    .0026271
       _cons |  -.0151443   .0243556    -0.62   0.534    -.0628804    .0325918
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe VIII. 4 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Kothari

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_kothari         217      4    .0364819    0.0528       1.91   0.7525
fcf                217     10    .0649766    0.2075      48.03   0.0000
div                217      9    .0112564    0.1373      37.55   0.0000
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_kothari   |
         fcf |  -.0171953   .1186186    -0.14   0.885    -.2496836    .2152929
         end |    .007983   .0150831     0.53   0.597    -.0215793    .0375453
        size |  -.0015687   .0015049    -1.04   0.297    -.0045183    .0013808
      croiss |   .0086452   .0105991     0.82   0.415    -.0121286    .0294189
       _cons |   .0161843   .0296866     0.55   0.586    -.0420004     .074369
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.852367   2.827075    -0.66   0.512    -7.393332    3.688599
       taill |   .0046061   .0028397     1.62   0.105    -.0009596    .0101719
       indep |   .0318001   .0280096     1.14   0.256    -.0230976    .0866979
       cumul |  -.0032859   .0108221    -0.30   0.761    -.0244969     .017925
         blc |   .0503385   .0566719     0.89   0.374    -.0607363    .1614134
       dirig |   .0330128   .0370431     0.89   0.373    -.0395903    .1056159
       audit |   .0160241   .0251972     0.64   0.525    -.0333615    .0654096
         end |   .0495466   .0567223     0.87   0.382    -.0616271    .1607203
         roa |   .1212623    .027937     4.34   0.000     .0665067    .1760178
      croiss |   .0438906   .0139697     3.14   0.002     .0165106    .0712707
       _cons |  -.0895224   .0454327    -1.97   0.049    -.1785689   -.0004759
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0007294   .0003927     1.86   0.063    -.0000403     .001499
       indep |   .0023934   .0052074     0.46   0.646     -.007813    .0125998
       cumul |  -.0022699   .0016571    -1.37   0.171    -.0055177    .0009779
         blc |   .0160714   .0076363     2.10   0.035     .0011046    .0310382
       dirig |   .0044958   .0065223     0.69   0.491    -.0082877    .0172793
       audit |   .0055781   .0035568     1.57   0.117    -.0013931    .0125493
         end |   .0176444   .0047154     3.74   0.000     .0084023    .0268864
         roa |    .002764    .004938     0.56   0.576    -.0069143    .0124423
      croiss |   .0000108   .0026269     0.00   0.997    -.0051378    .0051595
       _cons |  -.0118323   .0070213    -1.69   0.092    -.0255938    .0019293
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe IX. 1 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_raman           435      4    .1406134    0.1944      92.37   0.0000
fcf                435     10    .1462949    0.2731      92.78   0.0000
div                435      9    .0145386    0.0934      45.22   0.0000
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |  -1.206653     .19155    -6.30   0.000    -1.582084   -.8312217
         end |   .0954155   .0324886     2.94   0.003      .031739    .1590919
        size |  -.0144852   .0042851    -3.38   0.001    -.0228839   -.0060866
      croiss |   .0433729   .0093321     4.65   0.000     .0250823    .0616634
       _cons |   .2492827   .0847625     2.94   0.003     .0831512    .4154142

-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -8.073704   2.689652    -3.00   0.003    -13.34532   -2.802084
       taill |   .0071773   .0029858     2.40   0.016     .0013253    .0130293
       indep |  -.0855014   .0325886    -2.62   0.009    -.1493739   -.0216289
       cumul |  -.0001926   .0103044    -0.02   0.985    -.0203888    .0200037
         blc |   .2164158   .0664378     3.26   0.001        .0862    .3466316
       dirig |  -.0516254   .0349701    -1.48   0.140    -.1201656    .0169148
       audit |   .0394893   .0266794     1.48   0.139    -.0128014    .0917801
         end |   .1782013   .0389022     4.58   0.000     .1019545    .2544481
         roa |   .1627068   .0212697     7.65   0.000     .1210189    .2043948
      croiss |   .0041663   .0066466     0.63   0.531    -.0088607    .0171934
       _cons |  -.0534989   .0432101    -1.24   0.216    -.1381892    .0311914
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0006647   .0003801     1.75   0.080    -.0000803    .0014097
       indep |  -.0028946   .0050352    -0.57   0.565    -.0127634    .0069742
       cumul |    -.00174    .001504    -1.16   0.247    -.0046877    .0012078
         blc |   .0209721   .0053604     3.91   0.000     .0104659    .0314783
       dirig |  -.0033636   .0053721    -0.63   0.531    -.0138927    .0071656
       audit |   .0067736   .0031675     2.14   0.032     .0005655    .0129817
         end |   .0123429   .0031954     3.86   0.000       .00608    .0186059
         roa |   .0026699   .0031848     0.84   0.402    -.0035721    .0089119
      croiss |  -.0009048    .000965    -0.94   0.348    -.0027962    .0009866
       _cons |  -.0081441   .0061166    -1.33   0.183    -.0201324    .0038442
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe IX. 2 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_raman           109      4    .1473645    0.2482      35.08   0.0000
fcf                109     10    .1020148    0.3667      63.83   0.0000
div                109      9    .0053165    0.0465       5.23   0.8142
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |    -.93557    .275562    -3.40   0.001    -1.475662   -.3954784
         end |   .1562706   .0616896     2.53   0.011     .0353612    .2771799
        size |  -.0357238   .0124567    -2.87   0.004    -.0601385    -.011309
      croiss |   .0377916   .0113028     3.34   0.001     .0156385    .0599448
       _cons |   .7620331   .2354727     3.24   0.001     .3005151    1.223551
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   8.692846   8.144296     1.07   0.286    -7.269681    24.65537
       taill |   .0068426   .0059044     1.16   0.246    -.0047298    .0184151
       indep |  -.1020733   .0529837    -1.93   0.054    -.2059194    .0017727
       cumul |   .0300719   .0182358     1.65   0.099    -.0056697    .0658135
         blc |   .1091459   .1402534     0.78   0.436    -.1657457    .3840375
       dirig |  -.1128454   .1191611    -0.95   0.344    -.3463969     .120706
       audit |  -.0430602   .0416837    -1.03   0.302    -.1247588    .0386383
         end |   .1269324   .0349265     3.63   0.000     .0584777    .1953872
         roa |    .145154   .0358388     4.05   0.000     .0749112    .2153968
      croiss |   .0130977   .0072537     1.81   0.071    -.0011192    .0273147
       _cons |  -.0147629   .0734432    -0.20   0.841     -.158709    .1291831
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   -.000333   .0003805    -0.88   0.382    -.0010787    .0004128
       indep |  -.0015116   .0036092    -0.42   0.675    -.0085855    .0055622
       cumul |    -.00083   .0012149    -0.68   0.494    -.0032112    .0015511
         blc |  -.0093459   .0084667    -1.10   0.270    -.0259404    .0072485
       dirig |   .0081612   .0071609     1.14   0.254    -.0058739    .0221963
       audit |   .0001717   .0028348     0.06   0.952    -.0053844    .0057278
         end |   .0019876   .0018051     1.10   0.271    -.0015503    .0055254
         roa |   .0019208   .0019801     0.97   0.332    -.0019601    .0058017
      croiss |   .0000893   .0004086     0.22   0.827    -.0007117    .0008902
       _cons |   .0052413   .0045752     1.15   0.252     -.003726    .0142086
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe IX. 3 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_raman           109      4    .0769617    0.0841       8.78   0.0667
fcf                109     10    .0574093    0.4517      56.06   0.0000
div                109      9    .0223069    0.1882      25.51   0.0025
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |   .1934715   .3142237     0.62   0.538    -.4223956    .8093387
         end |   .0360377   .0379056     0.95   0.342    -.0382559    .1103313
        size |   .0031416    .004027     0.78   0.435    -.0047512    .0110344
      croiss |  -.0367644   .0147259    -2.50   0.013    -.0656267   -.0079021
       _cons |  -.2133039   .0808716    -2.64   0.008    -.3718094   -.0547983
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -1.352889   .3584936    -3.77   0.000    -2.055524   -.6502547
       taill |  -.0016315   .0022017    -0.74   0.459    -.0059467    .0026838
       indep |    -.06775   .0317179    -2.14   0.033     -.129916    -.005584
       cumul |   .0050838   .0088048     0.58   0.564    -.0121732    .0223408
         blc |   .0441258   .0221606     1.99   0.046     .0006918    .0875599
       dirig |  -.0022514   .0303614    -0.07   0.941    -.0617586    .0572558
       audit |   .0204422   .0165387     1.24   0.216    -.0119729    .0528574
         end |   .1051071   .0236838     4.44   0.000     .0586877    .1515266
         roa |   .0793785   .0167499     4.74   0.000     .0465494    .1122076
      croiss |  -.0055888   .0080306    -0.70   0.486    -.0213286     .010151
       _cons |   .0471299   .0377199     1.25   0.211    -.0267997    .1210596
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0012204   .0011978     1.02   0.308    -.0011273    .0035681
       indep |   .0094851   .0176127     0.54   0.590    -.0250352    .0440054
       cumul |  -.0039485   .0048488    -0.81   0.415     -.013452    .0055551
         blc |   .0249255   .0109733     2.27   0.023     .0034183    .0464327
       dirig |   .0157457   .0167976     0.94   0.349     -.017177    .0486684
       audit |   .0150622   .0088569     1.70   0.089    -.0022969    .0324213
         end |   .0382962   .0107326     3.57   0.000     .0172607    .0593317
         roa |   .0034121   .0092709     0.37   0.713    -.0147585    .0215828
      croiss |  -.0050501   .0042948    -1.18   0.240    -.0134677    .0033675
       _cons |  -.0302076   .0203975    -1.48   0.139    -.0701859    .0097708
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe IX. 4 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Raman

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_raman           217      4    .0362881    0.0163       1.03   0.9053
fcf                217     10    .0645905    0.2142      53.70   0.0000
div                217      9    .0107481    0.0790      19.85   0.0189
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_raman     |
         fcf |   .0031526   .1106286     0.03   0.977    -.2136755    .2199808
         end |   .0053397   .0141054     0.38   0.705    -.0223063    .0329857
        size |  -.0010617   .0015564    -0.68   0.495    -.0041122    .0019887
      croiss |   .0059586   .0098231     0.61   0.544    -.0132943    .0252114
       _cons |   .0032328   .0307012     0.11   0.916    -.0569404    .0634061
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   3.581169   1.876819     1.91   0.056    -.0973283    7.259665
       taill |   .0010165   .0023819     0.43   0.670    -.0036519     .005685
       indep |   .0224301   .0306836     0.73   0.465    -.0377087    .0825688
       cumul |   .0096016   .0095206     1.01   0.313    -.0090585    .0282617
         blc |  -.0414775   .0456713    -0.91   0.364    -.1309916    .0480367
       dirig |    .041489    .036387     1.14   0.254    -.0298282    .1128062
       audit |  -.0158014   .0219706    -0.72   0.472     -.058863    .0272602
         end |  -.0609585   .0315703    -1.93   0.053    -.1228352    .0009181
         roa |   .1154537   .0260268     4.44   0.000     .0644422    .1664653
      croiss |   .0420119   .0135541     3.10   0.002     .0154463    .0685775
       _cons |  -.0303177   .0413132    -0.73   0.463      -.11129    .0506546
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0005637    .000381     1.48   0.139     -.000183    .0013105
       indep |   .0044065   .0053426     0.82   0.409    -.0060648    .0148777
       cumul |  -.0016768   .0015788    -1.06   0.288    -.0047713    .0014176
         blc |   .0100059   .0075689     1.32   0.186    -.0048289    .0248406
       dirig |   .0037132    .006342     0.59   0.558     -.008717    .0161433
       audit |   .0042635   .0034608     1.23   0.218    -.0025195    .0110464
         end |   .0111559   .0041647     2.68   0.007     .0029932    .0193185
         roa |   .0015963    .004608     0.35   0.729    -.0074352    .0106279
      croiss |  -.0006181   .0024304    -0.25   0.799    -.0053816    .0041454
       _cons |  -.0093223   .0067248    -1.39   0.166    -.0225026     .003858
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe X. 1 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        435      4    .2872303    0.0263      57.05   0.0000
fcf                435     10    .1555307    0.2731     130.60   0.0000
div                435      9    .0145693    0.0934      44.30   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |   2.785552   .3881855     7.18   0.000     2.024722    3.546381
         end |  -.2811719   .0658967    -4.27   0.000     -.410327   -.1520168
        size |  -.0293004   .0085115    -3.44   0.001    -.0459826   -.0126181
      croiss |   -.016071   .0189302    -0.85   0.396    -.0531735    .0210316
       _cons |   .6432123    .168448     3.82   0.000     .3130603    .9733644
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -8.712258   2.517875    -3.46   0.001     -13.6472   -3.777313
       taill |   .0075195   .0027646     2.72   0.007     .0021011     .012938
       indep |  -.0055434    .024299    -0.23   0.820    -.0531687    .0420818
       cumul |  -.0164941   .0077836    -2.12   0.034    -.0317496   -.0012385
         blc |    .149154   .0615188     2.42   0.015     .0285793    .2697287
       dirig |   .0022161   .0268497     0.08   0.934    -.0504083    .0548405
       audit |   .0815274   .0238318     3.42   0.001      .034818    .1282368
         end |   .1921613   .0365085     5.26   0.000      .120606    .2637166
         roa |   .2017318   .0197455    10.22   0.000     .1630313    .2404324
      croiss |   .0042788   .0066016     0.65   0.517      -.00866    .0172177
       _cons |  -.1369114   .0370746    -3.69   0.000    -.2095764   -.0642465
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0006051   .0003708     1.63   0.103    -.0001217    .0013319
       indep |  -.0000783   .0048892    -0.02   0.987    -.0096608    .0095043
       cumul |  -.0023977   .0014603    -1.64   0.101    -.0052598    .0004644
         blc |    .017074   .0052093     3.28   0.001      .006864    .0272839
       dirig |  -.0015913    .005217    -0.31   0.760    -.0118164    .0086337
       audit |    .008233   .0030802     2.67   0.008     .0021959      .01427
         end |   .0127095   .0031901     3.98   0.000      .006457    .0189619
         roa |   .0043623   .0031623     1.38   0.168    -.0018357    .0105603
      croiss |  -.0008714   .0009648    -0.90   0.366    -.0027623    .0010196
       _cons |  -.0102839   .0059563    -1.73   0.084     -.021958    .0013901
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe X. 2 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Jones modifié

Three-stage least squares regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
ad_jmodifié	109	4	.4073188	0.0071	6.80	0.1471
fcf	109	10	.123169	0.1890	29.67	0.0010
div	109	9	.0073786	0.1012	12.24	0.2001

	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
ad_jmodifié						
fcf	6.783174	2.616886	2.59	0.010	1.654171	11.91218
end	-.3672457	.2551655	-1.44	0.150	-.8673608	.1328695
size	-.0674659	.0352995	-1.91	0.056	-.1366516	.0017198
croiss	.0066007	.0369711	0.18	0.858	-.0658613	.0790627
_cons	1.546246	.6899982	2.24	0.025	.1938742	2.898618
fcf						
div	15.12589	3.976069	3.80	0.000	7.332936	22.91884
taill	.0034094	.0035318	0.97	0.334	-.0035129	.0103317
indep	.0187397	.0488439	0.38	0.701	-.0769926	.114472
cumul	-.0075533	.0134927	-0.56	0.576	-.0339985	.0188919
blc	.2736042	.1026241	2.67	0.008	.0724647	.4747436
dirig	-.2089247	.0894881	-2.33	0.020	-.3843182	-.0335312
audit	-.0157278	.0304651	-0.52	0.606	-.0754382	.0439826
end	-.0539027	.0516525	-1.04	0.297	-.1551397	.0473343
roa	.0472323	.0277587	1.70	0.089	-.0071738	.1016383
croiss	.0051767	.0070773	0.73	0.465	-.0086945	.0190479
_cons	-.0740339	.0567432	-1.30	0.192	-.1852486	.0371808
div						
taill	-.0000478	.0004033	-0.12	0.906	-.0008384	.0007427
indep	-.0005268	.0059143	-0.09	0.929	-.0121187	.0110651
cumul	.0002918	.0015983	0.18	0.855	-.0028408	.0034244
blc	-.0172813	.0096228	-1.80	0.073	-.0361416	.001579
dirig	.0145002	.0079827	1.82	0.069	-.0011455	.030146
audit	.0015636	.0036882	0.42	0.672	-.0056652	.0087923
end	.0085568	.0037184	2.30	0.021	.0012688	.0158448
roa	.0021444	.0028471	0.75	0.451	-.0034358	.0077247
croiss	-.0003506	.0006763	-0.52	0.604	-.0016761	.0009748
_cons	.0014303	.0067369	0.21	0.832	-.0117737	.0146343

Annexe X. 3 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
------------------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
------------------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        109      4    .2435774    0.0413      17.15   0.0018
fcf                109     10    .1079521    0.3881      79.26   0.0000
div                109      9    .0243622    0.1083      18.76   0.0273
------------------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |   1.277317   .3671346     3.48   0.001     .5577462    1.996887
         end |  -.1445554   .0952825    -1.52   0.129    -.3313056    .0421948
        size |  -.0274165   .0114414    -2.40   0.017    -.0498413   -.0049917
      croiss |  -.0438213   .0299957    -1.46   0.144    -.1026117    .0149692
       _cons |   .3576475   .2265816     1.58   0.114    -.0864443    .8017393
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |  -.5044939   1.073824    -0.47   0.638     -2.60915    1.600162
       taill |   .0008687   .0043943     0.20   0.843     -.007744    .0094813
       indep |  -.0918863   .0500298    -1.84   0.066    -.1899429    .0061702
       cumul |   .0131007   .0177442     0.74   0.460    -.0216773    .0478786
         blc |   .0033635   .0446444     0.08   0.940    -.0841378    .0908649
       dirig |  -.0899959   .0574527    -1.57   0.117    -.2026013    .0226094
       audit |   .0140975    .036011     0.39   0.695    -.0564827    .0846778
         end |   .1480343   .0402791     3.68   0.000     .0690888    .2269799
         roa |   .2367892   .0315135     7.51   0.000     .1750238    .2985546
      croiss |   .0237195   .0125838     1.88   0.059    -.0009443    .0483834
       _cons |   .0254912   .0699378     0.36   0.715    -.1115844    .1625667
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0011124   .0012473     0.89   0.372    -.0013323    .0035572
       indep |   .0066993   .0162438     0.41   0.680     -.025138    .0385366
       cumul |  -.0096635   .0052579    -1.84   0.066    -.0199688    .0006418
         blc |   .0128677   .0124761     1.03   0.302     -.011585    .0373203
       dirig |   .0102711   .0182914     0.56   0.574    -.0255795    .0461217
       audit |   .0223171   .0095757     2.33   0.020     .0035491    .0410852
         end |   .0198799   .0088015     2.26   0.024     .0026292    .0371305
         roa |   .0180977   .0089408     2.02   0.043     .0005739    .0356214
      croiss |  -.0014533   .0031089    -0.47   0.640    -.0075466      .00464
       _cons |  -.0229504   .0203376    -1.13   0.259    -.0628115    .0169106
------------------------------------------------------------------------------
```

Annexe X. 4 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Jones modifié

```
Three-stage least squares regression
----------------------------------------------------------------------
Equation           Obs  Parms        RMSE    "R-sq"       chi2        P
----------------------------------------------------------------------
ad_jmodifié        217      4    .0491879    0.0443      11.20   0.0244
fcf                217     10    .0560593    0.5053     197.88   0.0000
div                217      9    .0081227    0.1459      38.28   0.0000
----------------------------------------------------------------------

------------------------------------------------------------------------------
             |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
ad_jmodifié  |
         fcf |   .1226392   .0864608     1.42   0.156    -.0468208    .2920992
         end |  -.0199207   .0175315    -1.14   0.256    -.0542818    .0144403
        size |   .0014455   .0024469     0.59   0.555    -.0033503    .0062412
      croiss |   .0163811   .0079067     2.07   0.038     .0008842     .031878
       _cons |  -.0049788   .0485434    -0.10   0.918    -.1001221    .0901644
-------------+----------------------------------------------------------------
fcf          |
         div |   3.858409    1.71948     2.24   0.025       .48829    7.228528
       taill |  -.0014412   .0021925    -0.66   0.511    -.0057384    .0028561
       indep |   .0151651   .0236171     0.64   0.521    -.0311235    .0614538
       cumul |   .0154767   .0080264     1.93   0.054    -.0002547    .0312081
         blc |  -.0338861   .0442181    -0.77   0.443    -.1205519    .0527798
       dirig |  -.0027508   .0294575    -0.09   0.926    -.0604863    .0549848
       audit |  -.0114751   .0176164    -0.65   0.515    -.0460027    .0230525
         end |   .0296596   .0177045     1.68   0.094    -.0050406    .0643598
         roa |   .2429298    .023977    10.13   0.000     .1959357    .2899239
      croiss |   .0421455   .0075332     5.59   0.000     .0273807    .0569103
       _cons |  -.0201116   .0340491    -0.59   0.555    -.0868467    .0466235
-------------+----------------------------------------------------------------
div          |
       taill |   .0006898   .0003107     2.22   0.026     .0000809    .0012988
       indep |    .003016   .0039525     0.76   0.445    -.0047308    .0107627
       cumul |  -.0022935   .0011862    -1.93   0.053    -.0046183    .0000314
         blc |   .0167368   .0055546     3.01   0.003       .00585    .0276236
       dirig |   .0040703   .0048962     0.83   0.406     -.005526    .0136666
       audit |   .0048276   .0027088     1.78   0.075    -.0004814    .0101367
         end |    .003152   .0028829     1.09   0.274    -.0024983    .0088023
         roa |   .0064797   .0036523     1.77   0.076    -.0006787     .013638
      croiss |   .0001149   .0012896     0.09   0.929    -.0024127    .0026426
       _cons |  -.0109528   .0049893    -2.20   0.028    -.0207316   -.0011739
------------------------------------------------------------------------------
Endogenous variables:  ad_jmodifié fcf div
Exogenous variables:   end size croiss taill indep cumul blc dirig audit roa
------------------------------------------------------------------------------
```

INDEX DES TABLEAUX

Tableau I. 1 : Détermination de l'échantillon des entreprises françaises 133
Tableau I. 2 : Détermination de l'échantillon des entreprises américaines 134
Tableau I. 3 : Mesures des variables dépendantes 142
Tableau I. 4 : Mesures des variables indépendantes 147
Tableau I. 5 : Mesures des variables de contrôle 150
Tableau I. 6 : Résumé des hypothèses à tester, des signes prévus 151
Tableau II. 1 : Statistiques descriptives de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises françaises 157
Tableau II. 2 : Statistiques descriptives des deux groupes (FCF_FAIB) et (FCF_ELEV) de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises françaises 157
Tableau II. 3 : Statistiques descriptives des variables continues chez les entreprises françaises ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV) 158
Tableau II. 4 : Statistiques descriptives des variables discrètes des deux sous-échantillons (FCF_FAIB / FCF_ELEV) des entreprises françaises 160
Tableau II. 5 : Statistiques descriptives de la variable « Gestion des résultats » (AD) pour l'échantillon des entreprises françaises 161
Tableau II. 6 : Statistiques descriptives des variables continues des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises 162
Tableau II. 7 : Statistiques descriptives des variables discrètes des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises 165
Tableau II. 8 : Vérification des conditions d'ordre 165
Tableau II. 9 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari 167
Tableau II. 10 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion des résultats à la hausse en utilisant le modèle de Kothari 168
Tableau II. 11 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion des résultats à la baisse en utilisant le modèle de Kothari 169
Tableau II. 12 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : France : Gestion modérée des résultats en utilisant le modèle de Kothari 170

Tableau III. 1 : Statistiques descriptives de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises américaines 179
Tableau III. 2 : Statistiques descriptives des deux groupes (FCF_FAIB) et (FCF_ELEV) de la variable « *Free cash flow* » (FCF) pour l'échantillon des entreprises américaines 179
Tableau III. 3 : Statistiques descriptives des variables continues chez les entreprises américaines ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV) 180
Tableau III. 4 : Statistiques descriptives des variables discrètes des deux sous-échantillons (FCF_FAIB /FCF_ELEV) des entreprises américaines 182
Tableau III. 5 : Statistiques descriptives de la variable « Gestion des résultats » (AD) pour l'échantillon des entreprises américaines 183
Tableau III. 6 : Statistiques descriptives des variables continues des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines 184
Tableau III. 7 : Statistiques descriptives des variables discrètes des trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines 187
Tableau III. 8 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari 188
Tableau III. 9 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion des résultats à la hausse en utilisant le modèle de Kothari 189
Tableau III. 10 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion des résultats à la baisse en utilisant le modèle de Kothari 190
Tableau III. 11 : Résultats de l'estimation du modèle à équations simultanées : US : Gestion modérée des résultats en utilisant le modèle de Kothari 191
Tableau IV : Résumé des hypothèses à tester, des signes prévus et des résultats 201

INDEX DES FIGURES

Figure 1 : Les utilisations du *free cash flow* (source : Richardson (2006), p 42) 36
Figure 2 : Modèle théorique 126
Figure 3 : Récapitulation des hypothèses de l'étude 132

INDEX DES ANNEXES

Annexe I. 1 : Liste des entreprises Françaises 226
Annexe I. 2 : Liste des entreprises Américaines 227
Annexe II. 1 : Statistiques descriptives des variables pour l'échantillon des entreprises françaises 228
Annexe II. 2 : Tests de comparaisons des moyennes entre les entreprises françaises ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV)... 228
Annexe II. 3 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les entreprises françaises ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV) 229
Annexe II. 4 : Tests de comparaisons des moyennes entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises 232
Annexe II. 5 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises françaises 233
Annexe III. 1 : Statistiques descriptives des variables pour l'échantillon des entreprises Américaines 235
Annexe III. 2 : Tests de comparaisons des moyennes entre les entreprises américaines ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV) 236
Annexe III. 3 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les entreprises américaines ayant un niveau faible de FCF (FCF_FAIB) et celles ayant un niveau élevé de FCF (FCF_ELEV) 237
Annexe III. 4 : Tests de comparaisons des moyennes entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines 240
Annexe III. 5 : Tests de comparaisons des moyennes (tests du Khi-deux) entre les trois sous-échantillons (AD_NEG, AD_MODEREE et AD_POS) des entreprises américaines 241
Annexe IV. 1 : Corrélation de Pearson entre les variables indépendantes et VIF pour l'échantillon des entreprises Françaises 243
Annexe IV. 2 : Corrélation de Pearson entre les variables indépendantes et VIF pour l'échantillon des entreprises Américaines 251
Annexe V. 1 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari 259

Annexe V. 2 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Kothari 260
Annexe V. 3: Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Kothari 261
Annexe V. 4 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Kothari 262
Annexe VI. 1 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Raman 263
Annexe VI. 2 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Raman 264
Annexe VI. 3 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Raman 265
Annexe VI. 4 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Raman 266
Annexe VII. 1 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats selon le modèle de Jones modifié 267
Annexe VII. 2 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Jones modifié 268
Annexe VII. 3 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Jones modifié 269
Annexe VII. 4 : Résultats du modèle de régression : France : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Jones modifié 270
Annexe VIII. 1 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Kothari 271
Annexe VIII. 2 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Kothari 272
Annexe VIII. 3 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Kothari 273
Annexe VIII. 4 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Kothari 274
Annexe IX. 1 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats en utilisant le modèle de Raman 275
Annexe IX. 2 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Raman 276

Annexe IX. 3 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Raman 277
Annexe IX. 4 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Raman 278
Annexe X. 1 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats selon le modèle de Jones modifié 279
Annexe X. 2 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la hausse selon le modèle de Jones modifié 280
Annexe X. 3 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion des résultats à la baisse selon le modèle de Jones modifié 281
Annexe X. 4 : Résultats du modèle de régression : US : Gestion modérée des résultats selon le modèle de Jones modifié 282

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE **4**

CHAPITRE 1 : FREE CASH FLOW : DEFINITIONS, MESURES ET UTILISATIONS POSSIBLES **19**

INTRODUCTION *20*

Section 1 : Définitions et mesures du free cash flow *22*

I. MESURES DES CASH FLOWS NON DISTRIBUES 22

II. MESURES DES OPPORTUNITES DE CROISSANCE 27

III. DEFINITION ET MESURE DU *FREE CASH FLOW* PAR RICHARDSON (2006) 31

Section 2 : Les utilisations possibles du free cash flow *34*

I. DISTRIBUTION DU *FREE CASH FLOW* AUX ACTIONNAIRES DE L'ENTREPRISE 37

1. Distribution des dividendes et free cash flow 37

2. Le rachat d'actions et free cash flow 41

II. AFFECTATION DU *FREE CASH FLOW* AUX CREANCIERS DE L'ENTREPRISE 45

III. LE SURINVESTISSEMENT 49

CONCLUSION *53*

CHAPITRE 2 : LA RELATION ENTRE LE *FREE CASH FLOW* ET LA GESTION DES RESULTATS **56**

INTRODUCTION *57*

Section 1 : La gestion des résultats *58*

I. DEFINITIONS DE LA GESTION DES RESULTATS 59

II. MOTIVATIONS A LA GESTION DES RESULTATS 63

III. MESURE DE LA GESTION DES RESULTATS 66

Section 2 : Le free cash flow et la gestion des résultats *80*

CONCLUSION *85*

CHAPITRE 3 : L'IMPACT DU MODE DE GOUVERNANCE SUR LA RELATION ENTRE LE *FREE CASH FLOW* ET LA GESTION DES RESULTATS **87**

INTRODUCTION *88*

Section 1 : Impact des mécanismes internes de gouvernement des entreprises sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats *90*

I. IMPACT DES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR LA RELATION ENTRE LE FREE CASH FLOW ET LA GESTION DES RESULTATS 90
1. La taille du conseil d'administration 91
2. L'indépendance des membres du conseil d'administration 93
3. Le cumul des fonctions de chef de direction et de président du conseil d'administration 97
4. Présence d'un comité d'audit au sein du conseil d'administration 99
II. IMPACT DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LA RELATION ENTRE LE *FREE CASH FLOW* ET LA GESTION DES RESULTATS 102
1. La concentration du capital (Actionnaire de référence) 103
2. La propriété managériale 105
Section 2 : Impact des mécanismes externes de gouvernement des entreprises sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats *108*
I. QUALITE DE L'AUDIT EXTERNE 108
II. LE NIVEAU D'ENDETTEMENT 111
III. LA DISTRIBUTION DES DIVIDENDES 113
Section 3 : Impact du système juridique du pays sur la relation entre le free cash flow et la gestion des résultats *118*
CONCLUSION *122*

CHAPITRE 4 : METHODOLOGIE : ECHANTILLON, ANALYSE ET DISCUSSION DES RESULTATS 123

INTRODUCTION *124*
Section 1 : Aspects méthodologiques *127*
I. RAPPEL DES HYPOTHESES A TESTER 127
II. ECHANTILLON ET COLLECTE DE DONNEES 133
1. Sélection de l'échantillon 133
2. Collecte des données 134
III. DEFINITION ET MESURES DES VARIABLES 135
1. Mesure des variables dépendantes 135
2. Mesure des variables indépendantes 142
3. Mesures des variables de contrôle 147
IV. SPECIFICATION DU MODELE : MODELE A EQUATIONS SIMULTANEES 152
1. Les conditions d'identification 154

2. Les méthodes d'estimation 155

Section 2 : Analyse et discussion des résultats..... 156

I. ANALYSES DESCRIPTIVES ET CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES FRANCAISES 157

1. Statistiques descriptives relatives à la variable « Free cash flow » 157

2. Statistiques descriptives de la variable relative à la gestion des résultats (AD) 161

II. ANALYSE DES RESULTATS DES MODELES DE REGRESSIONS POUR L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES FRANCAISES 165

1. L'examen de la multicolinéarité entre les variables indépendantes 165

2. Vérification des conditions d'identification du modèle..... 165

3. Résultats des modèles de régression : modèle à équations simultanées..... 166

III. ANALYSES DESCRIPTIVES ET CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES AMERICAINES..... 179

1. Statistiques descriptives relatives à la variable free cash flow..... 179

2. Statistiques descriptives de la variable relative à la gestion des résultats (AD) 183

IV. ANALYSE DES RESULTATS DES MODELES DE REGRESSIONS POUR L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES AMERICAINES 187

1. L'examen de la multicolinéarité entre les variables indépendantes 187

2. Vérification des conditions d'identification du modèle..... 187

3. Résultats des modèles de régression : modèle à équations simultanées..... 187

CONCLUSION..... 198

***CONCLUSION GENERALE*..... 203**

BIBLIOGRAPHIE 210

ANNEXES..... 226

INDEX DES TABLEAUX 283

INDEX DES FIGURES 285

INDEX DES ANNEXES 286

TABLE DES MATIERES 289