

## **212. Contrats d'intéressement des dirigeants et choix comptables.**

### **2121. La relation entre choix comptables et contrats de rémunération des dirigeants.**

La richesse du dirigeant est affectée, d'une part, par la valeur de son capital humain sur le marché du travail et, d'autre part, par sa rémunération dont le niveau peut être indexé sur les résultats comptables de l'entreprise (Kelly 1983). Il serait intéressant pour la théorie politico-contractuelle de connaître l'importance relative des rémunérations du dirigeant qui sont déterminées par référence aux nombres comptables par rapport à l'ensemble de ses rémunérations afin d'apprécier leur rôle dans les choix comptables.

Bien que les rémunérations calculées à partir des résultats comptables puissent être manipulées par les dirigeants, l'existence des contrats de rémunération suggère que ceux-ci sont efficaces, à savoir qu'ils maximisent la valeur de la firme. Sloan (1993) montre que, malgré les manipulations possibles des résultats, différents facteurs motivent la mise en place de rémunérations basées sur le résultat :

\* La non-observabilité de la valeur de marché de la firme. Dans ce cas, le résultat de la firme peut être le meilleur indicateur de la variation de valeur de la firme.

\* La non-observabilité de la valeur des unités constituant la firme. Le résultat comptable peut être calculé pour les différentes unités. Il est alors considéré comme un indice de la valeur de l'unité.

Si le dirigeant peut contrôler le niveau des résultats comptables, on peut penser que ce type de rémunération n'a aucun effet incitatif et n'améliore ni la performance du dirigeant, ni la valeur de la firme. Par conséquent, pour que de tels contrats soient efficaces, il faut contraindre les méthodes de calcul des résultats. C'est l'objet des principes comptables généralement admis. Il est toutefois peu probable que le choix des procédures par le dirigeant soit totalement restreint. Tant que les coûts contractuels et les coûts de surveillance sont importants, toutes les manipulations comptables ne seront pas éliminées. Si on considère l'ensemble des procédures comptables comme une donnée, on peut donc

faire des prédictions testables sur les choix comptables. Pour maximiser sa richesse, le dirigeant rémunéré par référence aux résultats de sa firme sera incité à choisir les méthodes comptables qui augmentent le résultat.

La théorie politico-contractuelle a donc proposé l'hypothèse suivante :

Les entreprises qui indexent la rémunération des dirigeants sur les résultats comptables préfèrent les méthodes comptables ayant un effet positif sur celui-ci.

### **2122. Les variables de substitution choisies et les validations empiriques de l'hypothèse relative aux contrats d'intéressement des dirigeants.**

Généralement, les travaux empiriques apprécient l'influence des contrats d'intéressement en la modélisant sous la forme d'une variable dichotomique prenant la valeur 1 si de tels contrats existent et 0 dans le cas contraire.

De plus, les schémas de rémunérations des dirigeants fixés par référence aux nombres comptables sont beaucoup plus probables dans les firmes de type managérial que dans les firmes de type actionnarial. En effet, les dirigeants professionnels sont beaucoup plus concernés que les dirigeants propriétaires par la valeur de leur capital humain puisqu'ils sont beaucoup plus dépendants du marché du travail alors que le dirigeant propriétaire a la sécurité de l'emploi comme il contrôle lui-même sa firme. Par conséquent, le pourcentage d'actions détenues par le dirigeant permet aussi de mesurer l'importance de la contrainte liée au marché du travail.

Les tests empiriques permettent en général de conclure à une influence des grilles de rémunération incitatrices sur les choix comptables des entreprises : les dirigeants ayant de tels systèmes de rémunération préfèrent les méthodes comptables qui majorent le résultat publié. Les résultats sont toutefois moins significatifs que pour l'hypothèse précédente relative à la visibilité politique de l'entreprise. Ainsi, le choix entre la méthode LIFO et la méthode FIFO pour évaluer les stocks donne des résultats qui vont à l'encontre de l'hypothèse : les dirigeants dont la rémunération est

déterminée par référence aux nombres comptables ne choisissent pas avec une plus grande fréquence la méthode FIFO qui majore le résultat mais qui, à l'inverse de la méthode LIFO, ne permet pas d'économie d'impôts (Hunt 1985 ; Abdel-Khalik 1985). Hagerman et Zmijewski (1979) confirment cette hypothèse à un seuil de significativité de 10% pour le choix de la méthode d'amortissement : quand de tels systèmes de rémunérations existent, le dirigeant préfère l'amortissement linéaire. Mais, dans cette même étude, les rémunérations incitatrices ne sont pas une variable significative pour expliquer le choix de la méthode d'évaluation des stocks et le choix de la méthode de report du crédit d'impôt pour investissement. Cependant, quand Hagerman et Zmijewski (1981) étudient le choix d'un portefeuille de procédures comptables, ils confirment à un seuil de significativité de 5% que les rémunérations incitatrices sont une variable explicative des choix comptables : quand les rémunérations du dirigeant sont fixées pour partie par référence aux résultats de l'entreprise, l'ensemble des choix comptables faits par le dirigeant vise à augmenter le résultat publié.

Mais, l'analyse détaillée des rémunérations indexées produit des explications beaucoup plus riches et des tests beaucoup plus puissants sur les choix des procédures comptables (Healy 1985). En effet, les rémunérations incitatrices sont le plus souvent bornées par une limite supérieure et une limite inférieure. Une variable dichotomique représentant la présence ou l'absence de ce type de rémunération ne permet pas d'apprécier l'importance de ces détails.

Selon Healy, les effets des contrats d'intéressement sur les choix comptables varient selon les termes du contrat. Il fait l'hypothèse que lorsque les résultats sont ou inférieurs à la limite minimale ou bien supérieurs à la limite maximale, les dirigeants sont incités à diminuer les résultats. Par contre, quand les résultats sont compris entre ces deux limites, les dirigeants sont incités à augmenter les résultats. Healy ne s'intéresse pas à une méthode comptable particulière mais à l'effet de tous les choix comptables sur le résultat. Il mesure cet effet par le niveau des "accruals". Ces résultats suggèrent que les modalités des contrats de rémunération sont des paramètres importants pour déterminer l'influence des rémunérations basées sur les résultats comptables sur les choix comptables. Un dirigeant peut

choisir une méthode comptable qui diminue le résultat simplement parce que le résultat attendu est hors des limites prévues par le contrat de rémunération.

Les conclusions des études empiriques portant sur cette deuxième hypothèse ont une portée limitée due une nouvelle fois à l'opérationnalisation des concepts, l'utilisation d'une variable dichotomique étant très réducteur.

\*

\* \*

Enfin, la théorie politico-contractuelle étudie l'influence des relations liant les actionnaires et les créanciers pour expliquer les méthodes comptables appliquées dans une entreprise. Les contrats d'endettement et les clauses restrictives définies dans ces contrats constituent la troisième explication possible des choix comptables des entreprises.

### **213. Contrats d'endettement et choix comptables.**

#### **2131. La relation entre les choix comptables et les contrats d'endettement.**

Le conflit entre les actionnaires et les créanciers se traduit le plus souvent par des clauses restrictives dans les contrats d'endettement afin de limiter les coûts d'agence (Kelly 1983). Mais, comme les clauses de ces contrats sont établies, en général, à partir de nombres comptables, le dirigeant peut être incité à manipuler les données comptables, tout en respectant les principes généralement admis, afin d'alléger les restrictions imposées par ce type de contrat.

Leftwich (1980) et Smith et Warner (1979) citent quelques exemples de clauses présentes dans ce type de contrat qui restreignent les actions du dirigeant :

\* Les restrictions sur les dividendes versés et sur les rachats d'actions doivent inciter le dirigeant à consacrer un montant suffisant à l'investissement.

\* Le maintien de l'actif immobilisé corporel au dessus d'un niveau minimum a pour objectif d'éviter le paiement de dividendes excessifs et de maintenir un minimum d'investissements.

\* Les restrictions concernant les opérations de fusion ont pour objet de protéger les créanciers contre des risques supplémentaires.

\* Les restrictions portant sur des investissements dans d'autres firmes ont également pour objectif de limiter le risque.

\* Les restrictions sur l'endettement visent à protéger les créanciers contre un accroissement du risque de non remboursement.

Ces clauses atténuent le risque de transfert de richesse en faveur des actionnaires au détriment des créanciers. Elles ne seront efficaces que si les manipulations comptables sont limitées. En général, ceci se traduit par l'obligation pour le dirigeant de respecter les principes comptables généralement admis. Cependant, il existe une certaine latitude des dirigeants dans le choix des méthodes comptables. Les créanciers ne sont pas dupes des éventuelles manipulations, mais ils ne renégocient pas pour autant systématiquement les contrats d'endettement en cas de changements comptables, tout simplement parce que le coût de la renégociation est supérieur aux bénéfices qu'elle apporterait.

Par conséquent, une certaine latitude permet aux dirigeants de choisir une méthode comptable de façon opportuniste. Les effets des choix comptables sur le résultat seront donc fonction :

- de l'endettement de la firme,
- de la latitude offerte par les clauses restrictives des contrats,
- du montant relatif de la dette privée et de la dette publique,
- de la probabilité de renégociation de la dette,
- du nombre de mesures comptables dans les contrats,
- de la proximité aux contraintes,
- de l'importance de l'impact des changements comptables sur les mesures utilisées dans les contrats.

Le dirigeant sera incité à choisir les méthodes comptables qui majorent le résultat publié de façon à respecter les clauses fixées par référence à ce résultat.

La théorie politico-contractuelle propose donc l'hypothèse suivante :

Les entreprises dont les contrats d'endettement ont des clauses restrictives définies par référence aux nombres comptables préfèrent les méthodes comptables qui augmentent les résultats.

### **2132. Les variables de substitution choisies pour appréhender les clauses restrictives des contrats d'endettement.**

Kalay (1982) a montré que les transferts de richesse de l'obligataire vers l'actionnaire sont plus importants pour des niveaux d'endettement élevés. On peut donc dire que les coûts d'agence liés à la dette augmentent quand le niveau d'endettement croît de telle sorte que les ratios d'endettement indiquent une plus grande probabilité de violation des clauses présentes dans les contrats d'endettement.

Par conséquent, pour mesurer le caractère incitatif des clauses restrictives des contrats d'endettement sur les changements comptables, les études ont généralement considéré que le niveau d'endettement était une variable de substitution permettant de bien apprécier la proximité aux clauses.

De plus, il est généralement nécessaire d'avoir une majorité des 2/3 des créanciers pour renégocier un contrat d'endettement. Il sera plus facile de renégocier les dettes privées émises auprès d'un nombre limité de créanciers que les dettes publiques. L'importance relative de la dette privée et publique peut être utilisée comme variable de substitution pour appréhender la tendance du dirigeant à utiliser des procédures comptables visant à alléger les clauses restrictives des contrats d'endettement (Kelly 1983).

### 2133. Les validations empiriques de l'hypothèse relative aux contrats d'endettement<sup>1</sup>.

Les résultats des études valident en général l'hypothèse relative aux clauses restrictives présentes dans les contrats d'endettement. Plus la firme est endettée, plus son dirigeant tend à choisir les méthodes comptables qui augmentent les résultats publiés. Zimmer (1986) a confirmé cette hypothèse pour le choix de comptabilisation des intérêts. Johnson et Ramanan (1989), Dhaliwal (1980) l'ont confirmée pour le choix de la méthode de comptabilisation des dépenses d'exploitation dans l'industrie pétrolière. Zmijewski et Hagerman (1981) montrent que cette variable est significative à un seuil inférieur de 10% pour expliquer le choix d'un portefeuille de procédures comptables.

Mais, comme le souligne Begley (1990), l'hypothèse relative aux contrats d'endettement est une hypothèse jointe comprenant trois sous-hypothèses :

(1) Le ratio d'endettement est relié positivement à la proximité des clauses des contrats basés sur la comptabilité.

(2) La proximité aux clauses est reliée positivement à la probabilité de défaut de ces clauses.

(3) Quand la probabilité de mise en défaut augmente, les dirigeants sont plus à même de choisir les méthodes comptables qui augmentent les résultats.

Begley (1990) se propose donc de montrer que le ratio d'endettement est une variable de substitution adéquate pour représenter la proximité aux clauses restrictives des contrats d'endettement. Il montre empiriquement que l'endettement est relié positivement :

- à l'existence de contrats d'endettement conclus par référence à la comptabilité.

- à la proximité aux clauses d'endettement.

---

<sup>1</sup> Le tableau (pages 264 et s.) reprend les conclusions empiriques des principales études ayant testé cette hypothèse.

Là encore, les limites des tests proviennent de la variable de substitution utilisée. Ainsi, Duke et Hunt (1990) ont vérifié les conditions énoncées ci-dessus. Ils montrent que le niveau d'endettement est relié à l'existence de contrat d'endettement comprenant des clauses définies par référence à des nombres comptables. De plus, pour les firmes ayant des contrats définis par référence aux nombres comptables, ils montrent que l'endettement est relié à une proximité de mise en défaut de différentes clauses<sup>1</sup>. Par contre, Press et Weintrop (1990) et Healy et Palepu (1990) obtiennent des résultats ambigus sur la relation entre la proximité aux clauses restrictives et les choix comptables du dirigeant.

Toutefois, il semble que l'endettement soit une variable représentative des contraintes dans la mesure où son augmentation conduit les créanciers à inclure des restrictions dans les contrats de prêt.

Cette variable de substitution fait l'objet de nombreuses critiques. En effet, l'endettement peut représenter d'autres facteurs que l'existence des contraintes à base comptable. Parmi ces facteurs, la littérature financière a retenu le risque (Beaver, Kettler et Scholes 1970 ; Lev et Kunitzky 1974 ; Trueman et Titman 1988), les opportunités d'investissement (Zimmer 1986) et la nature des actifs de la firme (Dubois 1985). Il faudrait donc un modèle théorique qui intègre toutes les variables explicatives pour évaluer l'influence de chacune.

De Angelo, De Angelo et Skimmer (1994) montrent que c'est l'endettement plutôt que les clauses restrictives des contrats d'endettement qui expliqueraient les choix comptables des dirigeants. Les choix comptables de l'équipe dirigeante reflètent plutôt les problèmes financiers de la firme que les manipulations faites pour éviter de violer les contraintes fixées dans les contrats. Ils montrent que les entreprises en difficulté sont incitées à passer

---

<sup>1</sup> Pour ce faire, ils calculent des ratios de "proximité" à la contrainte et les régressent avec les ratios d'endettement. Les ratios de "proximité" sont égaux au rapport entre le montant de la variable contrainte publié par l'entreprise et le montant limite de cette même variable fixé dans le contrat. Par exemple, le ratio de proximité à la contrainte de distribution des dividendes est égal au montant des dividendes versés aux actionnaires divisé par le bénéfice maximum distribuable fixé par le créancier. La pertinence de leur étude repose sur le choix de la mesure de la proximité à une clause restrictive.



des écritures comptables discrétionnaires qui signaleraient à leurs prêteurs leur volonté de reconnaître et de traiter les problèmes de la firme. Que les firmes en difficulté aient ou n'aient pas de clauses restrictives dans leurs contrats d'endettement, les "accruals" sont négatifs et sont accompagnés par une diminution des cash-flows d'exploitation. Les dirigeants des firmes en difficulté diminuent volontairement leurs résultats généralement pour renégocier les contrats avec les prêteurs ou les syndicats ou pour faire pression auprès des gouvernements afin d'obtenir des aides.

De Fond et Jiambalvo (1994) ont également développé une approche ne nécessitant aucun "proxy" pour valider l'hypothèse relative aux contrats d'endettement. En effet, si les clauses restrictives des contrats d'endettement influencent les choix comptables, l'influence sera beaucoup plus accentuée l'année de la violation de ces clauses ou l'année précédent cette violation. La validation empirique montre, en effet, que les "accruals" sont anormalement positifs l'année de la violation des clauses ou l'année qui précède.

L'étude de Dumontier, Labelle et Raffournier (1990) essaie de valider les hypothèses de la théorie politico-contractuelle dans un cadre exempt de clauses contractuelles en l'occurrence la France (43 firmes). Les résultats des tests univariés montrent que les variables les plus significatives sont les ratios d'endettement. Quel que soit le ratio utilisé, les firmes les plus endettées sont celles qui effectuent des changements comptables augmentant les résultats. Quoi qu'il en soit, l'explication de la pertinence de l'endettement dans l'étude de Dumontier, Labelle et Raffournier est à rechercher en dehors de la théorie positive puisqu'en France de telles clauses sont absentes.

Saada (1994) montre dans le contexte français que l'endettement est une variable significative à 10% pour expliquer le choix d'une méthode d'amortissement, mais n'est pas significatif pour expliquer la comptabilisation des stocks, du goodwill ou des provisions pour retraites. De même, lorsqu'il considère un portefeuille de procédures comptables, il montre que l'endettement est sans influence en France.

\*  
\* \*

Les travaux empiriques développés précédemment ont testé les hypothèses avancées par la théorie politico-contractuelle de la comptabilité. Mais, les tests portent généralement sur une seule méthode comptable. Or, il est probable que les dirigeants des firmes manipulent conjointement plusieurs nombres comptables de façon à maximiser ou minimiser le résultat publié.

#### **214. L'étude du choix d'un portefeuille de méthodes comptables.**

Zmijewski et Hagerman (1981) étudient le choix de quatre procédures comptables : l'évaluation des stocks, la méthode d'amortissement, le crédit d'impôt pour investissement, les amortissements des dépenses de retraite afin de valider les hypothèses de la théorie politico-contractuelle. La méthode d'évaluation des stocks LIFO, l'amortissement linéaire, l'étalement du crédit d'impôt lié aux investissements et l'amortissement des dépenses de retraite (sur une durée supérieure à 30 ans) sont supposés augmenter les résultats publiés. L'entreprise a donc à sa disposition 16 portefeuilles possibles constitués d'une combinaison de quatre méthodes comptables identifiées précédemment.

Hagerman et Zmijewski ont évalué les effets de ces 16 portefeuilles sur le niveau des résultats publiés. Ils vont prendre en compte successivement deux hypothèses quant à l'effet relatif de chaque procédure sur le résultat afin d'évaluer l'effet global sur le résultat des différents portefeuilles :

- Hypothèse 1 : les 4 procédures ont le même impact sur le résultat publié.

- Hypothèse 2 : L'effet des retraites et des crédits d'impôt d'investissement sur le résultat est égal à la moitié de l'effet sur les résultats des méthodes d'amortissement et des méthodes d'évaluation des stocks. Ensuite, les auteurs classent les 16 portefeuilles en fonction de leurs effets sur le résultat.

Idéalement, il faudrait estimer les bénéfices politiques et contractuels pour le dirigeant d'un portefeuille particulier de procédures et prédire le choix

du dirigeant à partir de ce calcul. Cependant, à priori, on ne peut pas spécifier l'importance relative de ces bénéfices. Hagerman et Zmijewski ont donc utilisé des variables de substitution. Les coûts politiques sont appréhendés par la taille de l'entreprise, par la variance des résultats, l'intensité capitalistique et par le degré de concentration de l'industrie de la firme. Pour les contrats de rémunération, les auteurs ont utilisé une variable dichotomique (présence ou absence de grilles de rémunération basées sur les résultats). Le ratio d'endettement de la firme permet d'opérationnaliser l'hypothèse relative aux contrats d'endettement.

Les auteurs, à partir d'une analyse probit, étudient la pertinence des hypothèses de la théorie politico-contractuelle en considérant un portefeuille de procédures comptables (stratégie). La régression ci-dessous donne les signes des corrélations attendues<sup>1</sup>.

$$\begin{aligned} \text{STRATEGIE} = & C_0 + C_1 \text{ PLAN} + C_2 \text{ RATIO} + C_3 \text{ BETA} + C_4 \text{ TAILLE} \\ & \qquad \qquad (+) \qquad \qquad (-) \qquad \qquad (-) \qquad \qquad (-) \\ & + C_5 \text{ INTENSITE} + C_6 \text{ DETTES} \\ & \qquad \qquad (-) \qquad \qquad (+) \end{aligned}$$

L'échantillon est constitué des rapports de l'année 1975 de 300 firmes qui publient leurs choix de procédures comptables.

L'analyse permet de conclure que tous les coefficients estimés ont le signe prévu. Le coefficient de la taille est significatif à 1%. Mais, les coefficients du risque et de l'intensité capitalistique ne sont pas significatifs. Les résultats relatifs à la taille s'expliquent probablement par les industries du gaz et du pétrole. Cependant, le modèle a globalement un faible pouvoir prédictif même si les hypothèses sont confirmées.

Saada (1994) a répliqué cette étude dans le contexte français. En France, il semble que la taille de la firme, qui est le déterminant le plus

<sup>1</sup> STRATEGIE = Ensemble des 16 portefeuilles de procédures comptables.  
 PLAN = Absence ou non de contrats de rémunération basés sur les résultats.  
 RATIO = Degré de concentration du secteur.  
 BETA = Risque spécifique de la firme.  
 TAILLE = Taille de la firme.  
 INTENSITE = Intensité capitalistique.  
 DETTES = Ratio d'endettement.

significatif aux Etats-Unis du choix d'un portefeuille de procédures comptables, n'ait pas la même influence. Alors que les grandes firmes américaines préfèrent les politiques comptables qui diminuent le résultat, les firmes françaises affichent un comportement inverse. De plus, l'endettement et les contrats d'intéressement n'influencent pas le choix du portefeuille de méthodes comptables. Cependant, la variable de substitution utilisée n'est pas la même que celle d'Hagerman et de Zmijewski. En effet, Saada a utilisé la structure de l'actionnariat comme variable de substitution aux contrats d'intéressement. Le risque et l'intensité capitalistique sont également non significatifs comme dans les études américaines.

\*

\* \*

Généralement les études empiriques ont validé le fait que les coûts politiques, les contrats d'intéressement et les clauses restrictives des contrats d'endettement constituaient des déterminants aux choix comptables. Une quatrième hypothèse est fréquemment testée qui relie les méthodes comptables à la structure du capital de la firme.

## **22. Contrôle du capital et choix comptables.**

### **221. La relation entre les choix comptables et la structure de l'actionnariat.**

Hunt (1986) souligne l'importance de la prise en compte du capital et de son contrôle pour expliquer les choix comptables d'une entreprise. Dans les firmes entrepreneuriales, les dirigeants visent la maximisation de la valeur de l'entreprise puisqu'ils sont eux-mêmes actionnaires et possèdent une part importante du capital. Il n'en est pas de même pour les firmes de type managérial où les fonctions de décision et de propriété sont séparées. On peut, en effet, s'attendre à ce que les dirigeants de ce type d'entreprises préfèrent maximiser leur propre satisfaction avant de maximiser la valeur économique de leur firme et, par conséquent, la richesse des actionnaires qui les ont mandatés. Cette relation d'agence risque d'engendrer une situation conflictuelle pour différentes raisons.

Tout d'abord, la contrainte du marché du travail externe est plus grande pour les dirigeants des firmes de type managérial car ils n'ont pas la sécurité de l'emploi. La valeur de leur capital humain est déterminée par ce marché. Leur réputation dépend des résultats publiés (Williamson 1964). De plus, les grilles de rémunération incitatrices sont plus fréquentes dans les firmes à actionnariat diffus. En effet, dans les firmes contrôlées par les propriétaires de type actionnarial, le capital est fermé et les actionnaires ont une surveillance directe du dirigeant. Les rémunérations incitatrices sont moins nécessaires : il n'y a pas de divergences d'intérêt entre le dirigeant et l'actionnaire. La structure de l'actionnariat permet donc d'appréhender la probabilité que des contrats de rémunération incitatrice soient utilisés. Il faut ajouter que la cotation en Bourse concerne surtout les firmes contrôlées par les dirigeants, à actionnariat dispersé et au capital ouvert. Dans ce type de firme, le dirigeant doit satisfaire l'actionnaire et la contrainte est d'autant plus forte que la firme est cotée. De plus, dans ce type de firmes, le dirigeant craint davantage les prises de contrôle par une tierce partie. Dans les firmes managériales, la surveillance directe de l'actionnaire est plus faible ce qui donne au dirigeant plus de pouvoir sur les nombres comptables et la possibilité de les manipuler. La visibilité politique des firmes managériales est probablement plus importante que celle des firmes de type actionnarial car elles sont en général plus grandes et sont cotées en Bourse.

La théorie politico-contractuelle avance donc l'hypothèse suivante :

Les dirigeants des firmes managériales choisissent plus fréquemment les méthodes comptables qui augmentent les résultats publiés que les dirigeants des firmes entrepreneuriales.

Cette quatrième hypothèse est liée aux trois hypothèses faites précédemment. En effet, la façon dont le ratio d'endettement, dont les coûts politiques, dont le système de rémunération affectent le choix d'une méthode comptable est très influencée par les caractéristiques économiques de la firme, notamment par la structure de son actionnariat.

Dans ce type d'études, il faut d'abord classer les firmes selon leur type de contrôle. La mesure la plus fréquemment utilisée dans les études

empiriques pour opérationnaliser le concept a consisté à définir un pourcentage d'actions détenues par un actionnaire particulier et au delà duquel la firme est classée dans le groupe des firmes de type actionnarial (Hunt 1986).

## **222. Les validations empiriques de l'hypothèse relative au type de contrôle<sup>1</sup>.**

Dhaliwal, Salomon et Smith (1982), Hunt (1985), Niehaus (1989) et Dempsey, Hunt et Schroeder (1993) ont mis en relation les choix comptables de la firme avec le type de contrôle du capital : contrôle par les actionnaires ou contrôle par les dirigeants.

### **2221. Dhaliwal, Salomon et Smith (1982)**

Dhaliwal, Salomon et Smith recherchent si les firmes de type managérial adoptent plus facilement des méthodes comptables qui augmentent les résultats publiés que les firmes contrôlées par leurs propriétaires.

Ils concluent à partir d'une analyse probit que les firmes managériales choisissent la méthode de l'amortissement linéaire qui permet d'augmenter les résultats. Pour interpréter correctement les conclusions de ces études, ils montrent la nécessité d'isoler l'effet taille et l'effet endettement. En effet, les firmes contrôlées par les dirigeants sont souvent plus grandes et plus endettées que les firmes contrôlées par les actionnaires.

### **2222. Hunt (1985).**

Hunt (1985) recherche les déterminants du choix d'une méthode d'évaluation des stocks autre que l'économie d'impôts qu'elle permet de réaliser. Il stipule que les dirigeants des firmes adoptant la méthode LIFO

---

<sup>1</sup> Le tableau (pages 264 et s.) reprend les conclusions empiriques des principales études ayant testé cette hypothèse.

détiennent moins d'actions de leur société que les dirigeants des firmes maintenant la méthode FIFO. La méthode FIFO majore le résultat publié et donc la rémunération indexée du dirigeant même si parallèlement elle n'autorise pas d'économies fiscales. Il conclut, en effet, que les firmes utilisant la méthode LIFO ont des dirigeants qui détiennent une faible proportion du capital de leur firme relativement aux dirigeants des firmes qui adoptent la méthode FIFO. De plus, le pourcentage d'actions détenues par le dirigeant est plus grand pour les firmes dont la rémunération du dirigeant n'est pas indexée sur le résultat comptable.

### **2223. Niehaus (1989).**

Niehaus a repris l'hypothèse relative au type de contrôle pour expliquer le choix de la méthode d'évaluation des stocks. Comme la méthode LIFO est la méthode qui minimise les impôts, les actionnaires vont probablement préférer cette méthode. Le dirigeant, quant à lui, a plutôt intérêt à utiliser la méthode FIFO qui gonfle la valeur des stocks, qui augmente les résultats et donc qui maximise sa propre rémunération.

Il existe donc un conflit d'intérêt entre le dirigeant et l'actionnaire sur le problème de l'évaluation des stocks et, selon Niehaus, la structure de l'actionnariat paraît affecter la résolution de ce conflit.

L'examen de cette relation porte aussi sur le choix de la méthode d'amortissement et sur le choix des modalités de report du crédit d'impôt pour investissement.

Niehaus étudie les effets de la concentration de l'actionnariat extérieur pour un pourcentage donné d'actions détenues par le dirigeant. Un actionnaire détenant peu d'actions est peu incité à surveiller la gestion de la firme (il supporterait tous les coûts de surveillance pour de faibles bénéfices puisque ceux-ci sont partagés). Au contraire, pour l'actionnaire détenant une part importante du capital, les bénéfices d'une telle surveillance deviennent supérieurs aux coûts. On peut donc dire que la surveillance du dirigeant par les actionnaires est liée à la concentration de l'actionnariat extérieur. Toutes choses égales par ailleurs, une plus grande surveillance augmente la

probabilité que le dirigeant choisisse la méthode LIFO c'est à dire qu'il agisse dans l'intérêt des actionnaires. Mais, l'importance des actions détenues par le dirigeant rend très coûteux la surveillance. La latitude du dirigeant augmente quand sa part dans le capital augmente. Par conséquent, la probabilité qu'il utilise la méthode LIFO diminue quand le pourcentage d'actions détenues par le dirigeant augmente.

Les hypothèses qu'il a testées sont les suivantes :

- Quand la concentration de l'actionnariat extérieur augmente, les actionnaires extérieurs sont beaucoup plus incités à surveiller les dirigeants et la latitude des dirigeants diminue.

- Un pourcentage plus élevé d'actions détenues par le dirigeant permet d'aligner les intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires.

- Les actionnaires auront plus de difficulté à discipliner le dirigeant quand le pourcentage d'actions qu'il détient augmente. En conséquence, la latitude du dirigeant augmente.

Les résultats confirment les hypothèses énoncées : quand le pourcentage d'actions détenues par le dirigeant augmente, le pouvoir du dirigeant augmente et la méthode d'évaluation FIFO a une plus grande probabilité d'être choisie. Ses résultats sont en conformité avec les résultats d'Hunt (1985).

En ce qui concerne les méthodes d'amortissement (méthodes différentes en comptabilité et fiscalité possibles), les résultats de Niehaus ne confirment pas ceux de Dhaliwal, Salomon et Smith.

Les travaux de Niehaus montrent que la relation entre la méthode comptable et la structure de l'actionnariat est probablement fonction de l'existence ou non d'un conflit d'intérêt entre le dirigeant et l'actionnaire sur le choix d'une méthode comptable.



#### 2224. Dempsey, Hunt et Schroeder (1993).

Dempsey, Hunt et Schroeder ont étudié la relation entre la structure de l'actionnariat et la gestion des résultats en examinant les choix relatifs à la publication des éléments exceptionnels entre 1960 et 1966, période où les principes comptables accordaient une large discrétion au dirigeant. Leur étude se différencie des précédentes par la classification des firmes. En effet, ils distinguent trois types de firmes :

- les firmes dirigées par leurs propriétaires.
- les firmes gérées par un dirigeant professionnel mais contrôlées par une partie externe.
- les firmes gérées par un dirigeant professionnel mais sans contrôle identifié (actionnariat diffus).

Les hypothèses que Dempsey, Hunt et Schroeder se proposent de tester sont les suivantes :

(1) Les éléments exceptionnels pris en compte dans le compte de résultat sont plutôt des gains et les éléments exceptionnels comptabilisés dans les états de résultats non distribués sont plutôt des pertes.

(2) Le biais de publication décrit dans l'hypothèse précédente est moins important pour les firmes entrepreneuriales que pour les deux autres groupes de firmes.

(3) Les deux derniers groupes de firmes (de type managérial) ont une propension plus grande à publier les pertes comme éléments exceptionnels et les gains comme éléments courants.

L'analyse statistique conduite à partir d'un échantillon de 381 firmes montre que la probabilité que les éléments exceptionnels soient comptabilisés dans les états de résultats non distribués est trois fois plus importante quand l'élément est une perte que quand c'est un gain. L'hypothèse 2 est confirmée dans la mesure où cette situation est plus probable dans les firmes de type managérial. De plus, les tests montrent que l'hypothèse 3 est validée.

Toutes ces études concordent pour montrer les différences de comportement en matière de choix comptables selon la structure de l'actionnariat de la firme. Cependant, outre le fait qu'elles soient de type managérial ou entrepreneurial, plusieurs autres caractéristiques discriminent ces deux types de firmes. Il s'agit principalement de l'endettement, de la taille, de la cotation en Bourse, du secteur d'activité. Il est donc difficile de déterminer l'impact du type d'actionnariat sur la politique comptable de la firme sans contrôler ces autres variables.

\*

\* \*

Plusieurs études ont montré que les titres des firmes choisissant telle ou telle méthode comptable voyaient leurs valeurs augmenter ce qui laisse penser que les actionnaires sont favorables à ces méthodes. Les études n'ont toutefois pas pris en compte les caractéristiques des firmes qui ont décidé d'adopter les méthodes étudiées. Holthausen (1981) est le seul à notre connaissance, à avoir relié la variation des cours boursiers observée lors d'un changement de méthode comptable avec les variables avancées par la théorie politico-contractuelle de la comptabilité.

### **23. Choix comptables et cours boursiers.**

Plusieurs études ont mis en évidence une variation des cours boursiers lors des changements comptables lorsque ce changement traduit soit la publication d'une nouvelle information<sup>1</sup>, soit un effet direct sur les cash-flows (économie d'impôts). Cependant, l'absence d'un effet direct sur les cash-flows n'est pas une condition suffisante pour anticiper l'absence d'une réaction du cours boursier.

---

<sup>1</sup> Le fait de porter les dépenses de recherche et développement à l'actif permet de penser que l'entreprise présente de bonnes perspectives futures, les projets ayant de sérieuses chances d'aboutir.

La recherche politico-contractuelle de la comptabilité a considéré les effets potentiels sur les cash-flows des contrats d'endettement et des coûts politiques. En effet, le rôle de la comptabilité dans les contrats d'endettement et de rémunération permet d'avancer l'idée que des changements comptables neutres au niveau fiscal puissent avoir une incidence sur les cours boursiers. On a vu précédemment comment les changements de procédures comptables affectent les coûts d'agence et peuvent transférer de la richesse entre les différentes parties de la firme. Watts et Zimmerman (1986) explicitent les réactions boursières que l'on peut attendre lors d'un changement comptable.

Ainsi, si le changement est explicable par les contrats de rémunération, une procédure comptable non anticipée qui augmenterait les résultats devrait entraîner un transfert de richesse de l'actionnaire vers le dirigeant, on peut alors s'attendre à une diminution du cours engendrée par ce transfert. Par contre, une augmentation non anticipée de résultat visant à respecter les clauses d'endettement devrait entraîner une augmentation du cours boursier dans la mesure où elle réduit le risque d'application des clauses restrictives.

L'analyse empirique est difficile car les variations des cours sont faibles ou peuvent être anticipées par le marché. Cependant, Holthausen (1981) a tenté de mettre en évidence empiriquement la réaction des cours boursiers au changement de méthode d'amortissement dans un contexte politico-contractuel afin de relier la réaction boursière à l'endettement de la firme et au schéma de rémunération du dirigeant.

Il se propose de tester cinq hypothèses :

(1) La valeur boursière des firmes adoptant le système d'amortissement linéaire affiche une performance positive anormale à la date de publication du changement, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, est une fonction croissante de l'impact du changement comptable sur les résultats.

(2) La performance positive anormale à la date de publication du changement comptable dans les états financiers est, toutes choses égales par ailleurs, une fonction croissante de l'endettement de la firme.

(3) La performance positive anormale à la date de publication du changement comptable dans les états financiers est, toutes choses égales par ailleurs, une fonction décroissante des montants remboursables.

(4) La performance positive anormale à la date de publication du changement comptable dans les états financiers est, toutes choses égales par ailleurs, plus grande pour les firmes dont la part relative de la dette publique par rapport à la dette privée augmente.

(5) La performance anormale à la date de publication du changement comptable dans les états financiers est, toutes choses égales par ailleurs, négativement reliée à l'existence d'une grille de rémunération des dirigeants définissant une partie de la rémunération du dirigeant comme une fonction du résultat comptable.

Son échantillon est constitué de 139 firmes ayant adopté l'amortissement linéaire en comptabilité mais maintenu l'amortissement dégressif en fiscalité. Pour les besoins de son analyse, il divisera son échantillon en trois groupes selon la date de publication du changement :

- 1er groupe : le changement est rendu public à la même date que le résultat (74 firmes).

- 2ème groupe : le changement est rendu public à une date différente de la date de publication du résultat (42 firmes).

- 3ème groupe : le changement n'est pas rendu public (9 firmes).

En effet, le problème dans ces études est de définir précisément la date à laquelle le changement est censé affecter la valeur de l'action. Rien ne garantit que la réaction du marché doit avoir lieu le jour où le changement est publié dans le Wall Street Journal.

Les tests portant sur l'échantillon complet ne mettent pas en évidence une performance significative anormale pendant le mois qui précède le changement ou immédiatement après le changement. La performance anormale moyenne des trois groupes apparaît différente.

Holthausen se propose donc de contrôler l'impact sur le cours de la publication du résultat. En effet, un impact positif du changement comptable sur les cours peut être compensé par un effet négatif d'une mauvaise performance (diminution du résultat) sur les cours lorsque la date de publication est identique. Il remarque, en effet, que les firmes qui font des changements comptables ont le plus souvent des performances plus faibles que celles qui maintiennent leurs méthodes comptables.

Pour tester les hypothèses 1 à 5 et pour contrôler l'effet relatif aux résultats non attendus, une régression en coupes instantanées est conduite. Les rendements anormaux journaliers sont la variable dépendante de la régression et les erreurs de prévisions du résultat, la taille de la firme et les cinq variables définies dans les hypothèses 1 à 5 sont les variables indépendantes.

Cependant, les résultats montrent que la réaction boursière est reliée de manière significative aux erreurs de prévisions du résultat. Par contre, les résultats sont en désaccord avec les hypothèses 1 à 5. L'impact du changement comptable sur le résultat, les contrats de rémunération des dirigeants, les dettes privées sont des variables non significatives.

Les résultats indiquent que plus la firme est endettée, plus la performance anormale négative à la date de publication du changement comptable est grande. Ces conclusions sont en accord avec le fait que les firmes proches des clauses restrictives définies dans les contrats d'endettement changent de méthodes comptables afin de transmettre une information au marché sur les opportunités futures. Les firmes avec des contrats d'endettement fixant des clauses restrictives se voient imposer des coûts plus importants.

Il semble que le changement transmette de l'information au marché sur les opportunités futures d'investissement et sur les résultats futurs. Si l'endettement est une bonne variable de substitution pour mesurer la proximité aux clauses présentes dans les contrats d'endettement, alors le coefficient négatif observé peut être dû aux prévisions du marché : les firmes avec des clauses plus restrictives auront des coûts plus importants qui leur sont imposés suite à des résultats anticipés faibles.

\*

\* \*

Cette section a montré l'intérêt de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité pour fournir de nouvelles justifications aux choix comptables des entreprises. Nous allons maintenant énoncé les hypothèses développées par ce courant théorique pour expliquer les pratiques de lissage des résultats en nous intéressant successivement aux différents conflits d'agence présents au sein d'une firme.