

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

TROIS ESSAIS SUR L'IMPACT DE LA GESTION DES BÉNÉFICES ET DE LA  
GOUVERNANCE D'ENTREPRISE SUR LA NOTATION DE CRÉDIT DES  
ÉMETTEURS PLACÉS SOUS SURVEILLANCE NÉGATIVE DE CRÉDIT

THÈSE  
PRÉSENTÉE  
COMME EXIGENCE PARTIELLE  
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR  
KARIMA NACIRI

OCTOBRE 2024

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL  
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.12-2023). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

## REMERCIEMENTS

Tout d'abord, je souhaite exprimer ma profonde gratitude et ma reconnaissance envers ma directrice de thèse, Saidatou Dicko et mon codirecteur, Jean-Pierre Gueyie. Votre expertise, votre engagement et votre support m'ont guidé tout au long mes études doctorales. Vos conseils, votre disponibilité, votre bienveillance et vos encouragements ont été inestimables. Vous m'avez fait grandir, je suis choyée d'avoir eu le privilège de travailler à vos côtés.

Je tiens ensuite à remercier chaleureusement mon comité de thèse. Vos commentaires constructifs et vos idées ont grandement enrichi ma recherche. Je suis reconnaissante pour le support que vous m'avez apporté.

Je tiens à exprimer ma reconnaissance envers Jill Vandermeerschen, coordonnatrice et consultante au service de consultation en analyse de données (SCAD) de l'UQÀM, pour son aide précieuse dans l'élaboration des modèles d'analyse statistique de ma thèse. Merci de m'avoir accompagnée dans cette aventure et de m'avoir permis de dépasser mes limites.

Je souhaite également remercier le programme de doctorat de l'UQÀM pour son soutien financier et le corps professoral du département des sciences comptables de l'UQÀM pour leurs conseils avisés, leurs idées et nos discussions.

Enfin, je voudrais exprimer ma profonde reconnaissance envers ma famille et mes amis, qui ont été d'un soutien inconditionnel tout au long de cette aventure. Vos encouragements, votre écoute et votre compréhension m'ont donné la force et la détermination de surmonter les défis auxquels j'ai été confrontée à travers ces années d'études.

# TABLE DES MATIÈRES

<b>REMERCIEMENTS</b> .....	<b>ii</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES</b> .....	<b>iii</b>
<b>LISTE DES FIGURES</b> .....	<b>vii</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b> .....	<b>viii</b>
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES</b> .....	<b>ix</b>
<b>RÉSUMÉ ET MOTS CLÉS</b> .....	<b>xi</b>
<b>ABSTRACT AND KEYWORDS</b> .....	<b>xiv</b>
<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE</b> .....	<b>1</b>
<b>CHAPITRE 1</b> .....	<b>8</b>
<b>LA NOTATION ET LES ACTIONS DE SURVEILLANCE DU CRÉDIT</b> .....	<b>8</b>
<b>1.1 Introduction</b> .....	<b>8</b>
<b>1.2 L'industrie de la notation de crédit</b> .....	<b>8</b>
<b>1.3 La notation</b> .....	<b>9</b>
1.3.1 Explication générale du processus de notation.....	9
1.3.2 Évaluation de la notation.....	11
1.3.2.1 Facteurs quantitatifs.....	11
1.3.2.1.1 La taille.....	13
1.3.2.1.2 La rentabilité.....	13
1.3.2.1.3 Le levier financier et la capacité de remboursement.....	14
1.3.2.2 Facteurs qualitatifs.....	14
1.3.2.2.1 Le profil d'affaires.....	15
1.3.2.2.2 La politique financière.....	16
1.3.2.2.3 Autres éléments pouvant entrer dans la notation de crédit.....	17
1.3.3 Les actions de surveillance de la notation de crédit.....	18
<b>1.4 Cadre théorique</b> .....	<b>21</b>
<b>1.5 Revue de la littérature</b> .....	<b>23</b>
1.5.1 Effet négatif sur le prix des obligations d'une mise sous surveillance.....	25
1.5.2 L'impact de la mise sous surveillance de crédit sur les rendements boursiers.....	26
<b>1.6 Conclusion</b> .....	<b>29</b>
<b>CHAPITRE 2</b> .....	<b>31</b>
<b>GESTION DES BÉNÉFICES, MISES SOUS SURVEILLANCE ET PERSPECTIVES DE CRÉDIT</b> .....	<b>31</b>
<b>2.1 Introduction</b> .....	<b>31</b>

<b>2.2</b>	<b>Les mises sous surveillances et les perspectives de crédit.....</b>	<b>35</b>
<b>2.3</b>	<b>Cadre théorique.....</b>	<b>37</b>
<b>2.4</b>	<b>Revue de la littérature .....</b>	<b>39</b>
<b>2.5</b>	<b>Développement des hypothèses.....</b>	<b>43</b>
<b>2.6</b>	<b>Échantillon et méthodologie .....</b>	<b>44</b>
2.6.1	Échantillon .....	45
2.6.2	Gestion des bénéfices.....	49
2.6.2.1	Modèle de gestion des bénéfices basé sur les « accruals » discrétionnaires .....	49
2.6.2.2	Modèle de gestion réelle des bénéfices.....	51
2.6.3	Performance .....	56
2.6.3.1	ROA.....	56
2.6.3.2	Jumelage .....	58
2.6.4	Modèles d'analyse.....	59
<b>2.7</b>	<b>Analyse et discussion .....</b>	<b>61</b>
2.7.1	Statistiques descriptives .....	62
2.7.2	Comparaisons des moyennes et médianes des variables liées à la gestion des bénéfices.....	64
2.7.3	Résultats des analyses de corrélation .....	71
2.7.4	Résultats des analyses de régression .....	75
2.7.5	Tests de supplémentaires.....	83
<b>2.8</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>84</b>
<b>CHAPITRE 3.....</b>		<b>88</b>
<b>GOVERNANCE, MISES SOUS SURVEILLANCE ET PERSPECTIVES DE CRÉDIT.....</b>		<b>88</b>
<b>3.1</b>	<b>Introduction.....</b>	<b>88</b>
<b>3.2</b>	<b>Les actions de surveillance du crédit .....</b>	<b>91</b>
<b>3.3</b>	<b>Cadre théorique.....</b>	<b>91</b>
<b>3.4</b>	<b>Revue de la littérature .....</b>	<b>93</b>
<b>3.5</b>	<b>Développement des hypothèses.....</b>	<b>95</b>
3.5.1.1	Indépendance du conseil d'administration.....	96
3.5.1.2	La dualité président-directeur général/président du conseil d'administration.....	97
3.5.1.3	La taille du conseil d'administration.....	98
3.5.1.4	La représentation des femmes siégeant sur le conseil d'administration.....	99
3.5.1.5	La taille du comité d'audit .....	99
<b>3.6</b>	<b>Échantillon et méthodologie .....</b>	<b>100</b>
3.6.1	Échantillon .....	100
3.6.2	Méthodologie .....	104
3.6.2.1	Attributs de gouvernance .....	105
3.6.2.2	Variables de contrôle .....	107
<b>3.7</b>	<b>Analyses des données et discussion des résultats .....</b>	<b>109</b>
3.7.1	Statistiques descriptives .....	109
3.7.2	Comparaison des moyennes et des médianes de la variation des attributs de gouvernance autour de la surveillance .....	114
3.7.3	Résultats des analyses de corrélation .....	117
3.7.4	Résultats des analyses de régression sur les liens entre la variation des attributs de la gouvernance et la résolution de l'agence de notation de crédit à la suite d'une période de surveillance .....	121

<b>3.8</b>	<b>Conclusion et discussion .....</b>	<b>124</b>
	<b>CHAPITRE 4.....</b>	<b>127</b>
	<b>IMPACT CONJOINT DE LA GESTION DES BÉNÉFICES ET DE LA GOUVERNANCE SUR LA RÉOLUTION DE L'AGENCE, POUR LES FIRMES SOUS SURVEILLANCE OU PERSPECTIVE DE CRÉDIT.....</b>	<b>127</b>
<b>4.1</b>	<b>Introduction.....</b>	<b>127</b>
<b>4.2</b>	<b>Les « CreditWatch » (CW) et les « Outlook » (OL).....</b>	<b>130</b>
<b>4.3</b>	<b>Cadre théorique.....</b>	<b>130</b>
4.3.1	La théorie positive de la comptabilité .....	131
4.3.2	La théorie de l'agence .....	132
4.3.2.1	Conflit entre les dirigeants, les actionnaires et les obligataires.....	132
4.3.2.2	Conflit entre les actionnaires et les obligataires.....	133
<b>4.4</b>	<b>Revue de la littérature et hypothèses.....</b>	<b>134</b>
<b>4.5</b>	<b>Échantillon et méthodologie .....</b>	<b>137</b>
4.5.1	Échantillon .....	137
4.5.2	Gestion des bénéfices.....	140
4.5.2.1	Modèle de gestion des bénéfices basé sur les « accruals » discrétionnaires .....	141
4.5.2.2	Modèle de gestion réelle des bénéfices.....	142
4.5.3	Gouvernance .....	144
4.5.4	Modèle d'analyse .....	146
4.5.5	Variables de contrôle .....	148
<b>4.6</b>	<b>Analyse et discussion .....</b>	<b>149</b>
4.6.1	Statistiques descriptives .....	149
4.6.2	Les résultats des analyses de corrélation.....	154
4.6.3	Résultats des analyses de régression sur les liens entre la gouvernance, la gestion des bénéfices et la résolution de l'agence de notation sur la période de surveillance (CW ou OL).....	157
4.6.4	Résultats des analyses de régression de l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance de crédit (CW ou OL).....	162
4.6.5	Les intervalles de Johnson-Neyman.....	167
4.6.6	Tests supplémentaires .....	171
<b>4.7</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>172</b>
	<b>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</b>	<b>176</b>
	<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>182</b>
	<b>ANNEXE 1 .....</b>	<b>191</b>
	<b>ANNEXE 2 .....</b>	<b>193</b>
	<b>ANNEXE 3 .....</b>	<b>194</b>
	<b>ANNEXE 4 .....</b>	<b>195</b>
	<b>ANNEXE 5 .....</b>	<b>202</b>
	<b>ANNEXE 6 .....</b>	<b>207</b>
	<b>ANNEXE 7.....</b>	<b>209</b>

***ANNEXE 8*** ..... **211**  
***ANNEXE 9*** ..... **213**  
***ANNEXE 10*** ..... **215**  
***ANNEXE 11*** ..... **219**

## LISTE DES FIGURES

Figure 1.1 Processus d'attribution d'une notation .....	10
Figure 1.2 Facteurs qualitatifs employés dans la notation de crédit et leurs pondérations respectives (Industrie chimique) .....	15
Figure 1.3 Processus de suivi d'une notation après remise.....	20
Figure 1.4 Critères d'évaluation de la notation .....	23
Figure 2.1 Pratique de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires versus la gestion réelle des bénéfices .....	39
Figure 4.1 Interaction entre la gestion des bénéfices et la gouvernance .....	147
Figure 4.2 Intervalles de Johnson Neyman .....	169



## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1. 1 Facteurs et sous facteurs quantitatifs employés dans la notation de crédit et leurs pondérations respectives (Industrie chimique).....	12
Tableau 2. 1 Processus de sélection des firmes de l'échantillon.....	45
Tableau 2. 2 Distribution des CW et des OL par année, secteur et résolution.....	47
Tableau 2. 3 Statistiques descriptives sur la période de surveillance.....	63
Tableau 3. 1 Processus de sélection des firmes de l'échantillon.....	101
Tableau 3. 2 Distribution des CW et des OL par année, secteur, résolution et notation.....	102
Tableau 3. 3 Statistiques descriptives des données financières sur la période de surveillance....	111
Tableau 3. 4 Statistiques descriptives des attributs de gouvernance.....	113
Tableau 3. 5 Statistiques de comparaisons de moyennes et médianes des attributs de gouvernance autour de la période de surveillance.....	116
Tableau 3. 6 Matrice de corrélation.....	119
Tableau 3. 7 Régressions logistiques du lien entre la résolution de l'agence et la variation des attributs de gouvernance pour l'échantillon de CW et OL.....	123
Tableau 4. 1 Processus de sélection des firmes de l'échantillon.....	138
Tableau 4. 2 Distribution des CW et des OL par année, secteur, résolution, notation et catégorie de notation.....	139
Tableau 4. 3 Catégories, thèmes, points et pondérations associés au pilier de gouvernance.....	145
Tableau 4. 4 Description des scores de gouvernance.....	146
Tableau 4. 5 Statistiques descriptives sur la période de CW/OL.....	152
Tableau 4. 6 Matrice de corrélation.....	155
Tableau 4. 7 Régression logistique de la gouvernance et de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence.....	158
Tableau 4. 8 Effet d'interaction entre la gestion des bénéfices et la gouvernance sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance.....	165

## LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES

ABEXP	Dépenses discrétionnaires anormales
ABCFO	Flux de trésorerie liés aux opérations anormaux
ABPROD	Coûts de production excédentaire anormaux
AUD_SIZE	Taille du comité d'audit
BHAR	« Buy-and-hold abnormal return ». Rendement achat-conservation.
BRD_IND	Indépendance du conseil d'administration
BRD_SIZE	Taille du conseil d'administration
Duality_CEO	Dualité des fonctions de président du conseil d'administration et président-directeur général
EBIT	Résultat net avant intérêts et impôt
EBITDA	Résultat net avant intérêts, impôts dépréciation et amortissements
ESG	Environnement, social et de gouvernance
CA	Conseil d'administration
CEO	Président directeur général
CFO	Flux de trésorerie liés aux opérations
CompuStat	« Compustat Annual Industrial And Reaserch Files »
CSR	« Corporate social responsibility ». Responsabilité sociale d'entreprise.
CW	« CreditWatch »
DAC	« Accruals » discrétionnaires
EXP	Dépenses discrétionnaires
GB	Gestion des bénéfices
GOUV_Score	Score de gouvernance
INDUSTRY	Secteur d'activité
INVEST/SPEC	Investissement/Spéculative
LEV	Ratio d'endettement
Log	Logarithme
MTB	Ratio de la valeur comptable des actions
N	Nombre de données
NDAC	« Accruals » non discrétionnaires
NI	Résultat net
NRSRO	« Nationally Recognized Statistical Rating Organization »
OL	« Outlook »
OPA	Offre publique d'achat
PCGR	Principes comptables généralement reconnus
PDG	Président directeur général
PPE	Immobilisations
PROD	Coûts de production
REM	Gestion réelle des bénéfices
RCF	Rendement des flux de trésorerie liés aux opérations
REC	Comptes clients
REVGROW	Croissance des revenus
RSE	Responsabilité sociale d'entreprise

ROA	Rendement de l'actif
SALES	Ventes
SEC	« Security And Exchange Commission »
SIC	« Standard Industrial Classification »
SIZE	Taille de l'entreprise
SOX	« Sarbanes-Oxley Act »
S&P	« Standard and Poor's »
TA	Actif total
TACC	« Accruals » totaux
Women	Représentation des femmes sur le conseil d'administration

## RÉSUMÉ ET MOTS CLÉS

Cette thèse se compose d'une introduction générale, d'un chapitre de mise en situation théorique, d'une conclusion générale et de trois articles de recherche (Chapitres 2, 3 et 4). Elle se concentre sur la réaction des dirigeants des entités émettrices de dettes face à la surveillance des agences de notation de crédit. Nous examinons si les firmes émettrices placées sous surveillance négative utilisent une gestion des bénéfices à la hausse (premier article, Chapitre 2), améliorent la qualité de leur gouvernance (deuxième article, Chapitre 3) ou combinent les deux stratégies (troisième article, Chapitre 4) afin d'influencer la résolution de l'agence à l'issue de la période de surveillance. Cette étude se limite aux surveillances de crédit pouvant avoir une implication négative sur la notation de l'émetteur. La surveillance s'enclenche lorsqu'une agence de notation constate une modification significative et négative dans la solvabilité d'un émetteur d'obligations, susceptible d'avoir une incidence à la baisse sur sa note de crédit. Elle se traduit par l'émission d'un avis public de mise sous surveillance (CW) ou de perspective de crédit (OL). Les CW et les OL sont des actions similaires, mais les CW se concentrent, le plus souvent, sur des événements identifiables et des tendances à court terme susceptibles d'avoir un impact sur la notation de l'émetteur alors que les OL concernent des changements observés dans les conditions économiques et/ou financières (Standard and Poor's, 2013). Cette période de surveillance soumet l'émetteur à un examen de sa situation financière et lui offre une période de grâce pour y opérer des changements avant que l'agence ne rende publiquement sa décision. Si les changements opérés sont jugés satisfaisants, l'émetteur conservera sa notation initiale, dans le cas contraire, il se verra déclassé. La période de surveillance nous permet d'analyser diverses actions posées au niveau du résultat net et/ou des pratiques de gouvernance et leur potentielle influence sur la résolution de l'agence au terme de cette période de surveillance de crédit.

Le premier chapitre "*La notation et les actions de surveillance du crédit*" vise à présenter le processus de notation, les actions de surveillance de crédit et les conséquences d'un déclassement de la notation pour les émetteurs et le marché. Une notation représente le risque de défaut de paiement d'un émetteur sur sa dette. Les agences de notation de crédit sont chargées de l'attribution de la notation et de son suivi. Les informations divulguées par les agences de notation lors du placement d'un émetteur sous surveillance de crédit peuvent aider les investisseurs à suivre l'évolution de la solvabilité des firmes sous surveillance. Ainsi, les actions de surveillance de crédit peuvent entraîner des réactions sur les marchés des actions et/ou obligataires.

Le premier article (chapitre 2) "*Gestion des bénéfices, mises sous surveillance et perspectives de crédit*" analyse l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence. Les conséquences d'un abaissement de la notation étant nombreuses pour l'émetteur, il y a fort à parier que ce dernier prendra des mesures correctives afin de répondre aux préoccupations des agences et améliorer la qualité de son crédit. L'évaluation du crédit conduite par les agences de notation étant en majeure partie basée sur les données comptables de la firme, les dirigeants pourraient possiblement être en mesure d'influencer l'analyse des agences en faisant des choix comptables ou en prenant des décisions opérationnelles avantageuses. Pour mener notre recherche, nous nous sommes appuyés sur un échantillon composé de 667 firmes américaines placées sous surveillance négative CW par l'agence Standard and Poor's et 437 placées sous surveillance négative OL, durant la période allant

de 2005 à 2019. Nos analyses s'appuient sur deux modèles d'estimations de la gestion des bénéfices, soit le modèle de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et le modèle de gestion réelle des bénéfices. Les résultats montrent que les firmes de notre échantillon semblent avoir une préférence pour la gestion réelle des bénéfices sur la période de surveillance de crédit. En outre, nous observons pour ces firmes une accélération des ventes, une surproduction et une réduction des dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance. Également, nous observons que les firmes placées sous surveillance négative de crédit (CW) seraient en mesure, par la pratique d'une gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, de conserver leur notation initiale au terme de la période de surveillance. L'accord de termes de crédit plus favorables et la réduction des dépenses discrétionnaires, associés à une gestion réelle des bénéfices, permettraient également aux firmes sous surveillance (CW) de conserver leur notation. Pour les entreprises placées sous surveillance (OL), la pratique de la gestion des bénéfices ne permettrait pas à l'émetteur de conserver sa notation initiale à la suite de la période de surveillance.

Le deuxième article (chapitre 3), *“Gouvernance, mises sous surveillance et perspectives de crédit”* analyse l'impact sur la résolution de l'agence, d'une amélioration des pratiques de gouvernance d'émetteurs. L'évaluation des notations étant basée également sur la gouvernance, nous explorerons dans cet article les mécanismes par lesquels certains attributs de la gouvernance pourraient possiblement influencer la résolution de l'agence à l'issue d'une période de surveillance de crédit (CW et OL). Nous nous appuyons cette fois sur un échantillon composé de 270 et 171 firmes placées sous surveillance négative CW et OL respectivement, sur la période allant de 2005 à 2019. Nous observons, pour les firmes sous surveillance CW, une augmentation du pourcentage d'administrateurs indépendants sur le conseil d'administration, une réduction de la dualité entre les fonctions de président-directeur général et celles de président du conseil d'administration et une augmentation de la représentation des femmes sur le conseil d'administration. Pour les firmes sous surveillance OL, ce sont les attributs relatifs à la taille du conseil d'administration et à la représentation des femmes sur le conseil d'administration qui sont visés par cette amélioration. Les résultats de nos analyses indiquent qu'une réduction de la taille du conseil d'administration et qu'une augmentation de la taille du comité d'audit seraient associées à une résolution favorable pour les firmes sous surveillance CW. Pour les firmes sous surveillance OL, l'amélioration des pratiques de gouvernance ne semble pas impacter la résolution de l'agence.

Le troisième article (chapitre 4), *“Impact conjoint de la gestion des bénéfices et de la gouvernance sur la résolution de l'agence, pour les firmes sous surveillance ou perspective de crédit”* vise à approfondir notre compréhension du lien entre la gestion des bénéfices et la gouvernance d'entreprises et leur effet conjoint sur la résolution de l'agence à l'issue de la période de surveillance de crédit. La gouvernance d'entreprise ayant pour objectif de garantir la transparence des données financières, nous souhaitons vérifier dans quelle mesure elle aurait le pouvoir de limiter l'impact des pratiques de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence. Nous utilisons ici un échantillon qui est composé de 270 et 171 firmes placées sous surveillance négative CW et OL respectivement, sur la période allant de 2005 à 2019. Nos résultats suggèrent que la gouvernance d'entreprise aurait le pouvoir de modérer la manière dont les agences de notation évaluent et réagissent aux pratiques de gestion des bénéfices des entreprises. Il est également intéressant de noter que les agences de notation semblent réagir différemment à ces pratiques, selon le type de gestion des bénéfices pratiqué et selon le type de surveillance de crédit (CW ou OL).

Globalement, nos résultats mettent en évidence une relation significative, mais complexe entre les surveillances de crédit, la pratique de la gestion des bénéfices et la qualité de la gouvernance des émetteurs, soulignant l'importance, pour les agences de notation et les investisseurs, de procéder à une évaluation minutieuse des données financières et des pratiques de gouvernance lors de l'analyse du risque de crédit.

Mots clés : notation de crédit, surveillance de crédit, émetteur, gestion des bénéfices, gouvernance

## ABSTRACT AND KEYWORDS

This thesis is composed of an introductory, a theoretical chapter, a concluding chapter and three papers (chapters 2, 3 and 4), it focuses on directors of issuers firms reaction to agencies credit monitoring, whether they use upward earnings management (chapter 2), they improve the quality of their governance (chapter 3) or a combination of the two (chapter 4) when their companies are placed under negative watch and assesses the impact of these mechanisms on the agency's resolution at the end of the watch period.

Chapter 1, “*Credit rating and monitoring actions*”, introduces the concept of credit watch actions, explains their significance, and underlines the implications of a rating downgrade for issuers and markets. It discusses how negative credit watch is triggered when a credit rating agency observes a significant negative change in the solvency of a bond issuer, eventually impacting downward its credit rating and usually leading to a public notice of a credit watch (CW) or a rating outlook (OL). CW typically focuses on identifiable events and short-term trends that may impact the issuer's rating, while OL involves observed changes in economic and/or financial conditions (Standard and Poor's, 2013). The watch period provides the issuer with a grace period for making changes before the agency publicly announces its decision. When changes are deemed satisfactory, the issuer will retain its initial rating otherwise, it will be downgraded. Consequently, the watch period allows the impact of various actions taken in terms of net income and/or governance practices and their potential influence on the agency's resolution by the end of the watch period. Indeed, credit watch can help investors track the solvency of monitored firms. It also clarifies the purpose of the study by examining the mechanisms used by directors during a watch period and their impact on agency resolution.

Paper 1 (Chapter 2), “*Earnings management, credit watch and rating outlook*”, analyzes the effect of earnings management on the agency's resolution of credit watch actions and advocates that given the negative consequences for the issuers of rating downgrades, it is likely that corrective measures will be taken by issuers to address agency concerns and improve their credit quality, and further indicates that since credit assessments conducted by rating agencies are largely based on the firm's accounting data, directors will possibly tend to impact agency assessments through accounting choices or/and favorable operational decisions. To test such hypothesis, a sample of 667 American companies, placed by Standard and Poor's under credit watch (CW) and 437 placed under rating outlook (OL) from 2005 to 2019. The study is based on two earnings management estimation models, namely the discretionary accrual earnings management model and the real earnings management model. Results indicate that managers tend to favor real earnings management over the credit watch period. Also, results indicate that events like an acceleration of sales, an overproduction, and a reduction in discretionary expenses, were observed during the watch period for the firms of the sample. However, firms placed under negative CW could maintain their initial rating at the end of the watch period, through the practice of upward earnings management using discretionary accruals. Initial ratings can also be maintained through favorable credit term agreements and a reduction in discretionary expenses, associated with real earnings management. For companies under OL, earnings management practices would not, however, allow issuers to maintain their initial rating after watch periods.

Paper 2 (Chapter 3) “*Governance, credit watch and rating outlook*” focuses on the impact of corporate governance improvement practices on the agency's resolution. Corporate governance plays a crucial role in company management efficiency. Given the possible positive impact of governance attributes agency's resolution at the end of a credit watch period, a sample of 270 and 171 firms placed under credit watch (CW) and rating outlook (OL), respectively, from 2005 to 2019 was used to assess such effect on the quality of governance practices. Results suggest that firms under CW surveillance registered an increase in the percentage of independent directors on the board, a reduction in the duality between the CEO and chairman of the board functions and an increase in the representation of women on the board. Results indicate that firms placed under negative CW could maintain their initial rating at the end of the watch period, through the reduction of board size and an increase of audit committee size. For firms under OL watch, attributes related to board size and representation of women on the board are also targeted for improvement under OL surveillance, according to results. However, for firms under OL surveillance, the improvement of governance practices does not seem to impact the agency's resolution.

Paper 3 (Chapter 4), “*Joint effects of earnings management and governance on credit rating agency resolution*” aims to deepen the understanding of the link between earnings management and corporate governance by analyzing their joint effect on agency's resolution at the end of the credit watch period. Corporate governance, aiming to ensure the efficiency of the issuing firm management, prompts us to assess to what extent it has the power of limiting the influence of earnings management practices on the agency's resolution. Based on a sample of 270 and 171 firms placed under credit watch (CW) and outlook (OL), respectively, from 2005 to 2019, results suggest that corporate governance has the power to moderate how rating agencies assess and react to companies' earnings management practices. Further, rating agencies also seem to react differently to these practices, depending on the type of earnings management practiced and the type of credit watch used (CW or OL).

This thesis highlights the intricate relationship between rating monitoring (credit watch and rating outlook), earnings management, and the quality of governance, underscoring the importance of financial data and governance practices for rating agencies and investors, when analyzing credit risk. Our research is providing valuable insights into how directors respond to watch actions and how these responses affect credit agency resolutions, with a focus on earnings management and governance practices.

Keywords: credit rating, credit watch, rating outlook, earnings management, governance



## INTRODUCTION GÉNÉRALE

Les grandes agences de notation financière telles que Moody's, Standard and Poor's et Fitch Rating ont acquis, à travers les décennies, une place prépondérante au sein l'industrie financière. Elles jouent un rôle essentiel dans l'évaluation de la solvabilité et de la capacité de remboursement des émetteurs de titres de dettes. Leurs notations ont une influence sur les décisions d'investissement. En revanche, l'histoire a montré que leur rôle et leur crédibilité peuvent être remis en question. La crise financière de 2008 a mis en évidence les conséquences d'une défaillance au niveau de la surveillance de crédit. Une notation trop optimiste attribuée à des titres adossés à des hypothèques, une sous-estimation du risque systémique et une réaction tardive à abaisser les notations ont contribué à exacerber la crise. Une surveillance rigoureuse et précise aide non seulement à éviter les crises financières, mais aussi à favoriser la transparence et la confiance sur les marchés. En réponse à ces événements, de nombreuses réformes réglementaires ont vu le jour afin d'accroître la transparence et la responsabilité des agences de notation de crédit. Ainsi, des questions persistent quant à leur capacité de prédiction des défauts de paiement. L'étude des surveillances de crédit est cruciale en raison leur rôle dans l'évaluation des risques financiers et de la stabilité des marchés.

Le processus d'attribution d'une notation s'enclenche par la demande initiale de notation et se poursuit par son suivi. La surveillance de crédit permet à l'agence de réagir lorsqu'il lui semble que la notation a perdu de sa fiabilité et de la réajuster en conséquence (Rapport Moody's, 1998). Publiées pour la première fois en 1985<sup>1</sup>, les actions de surveillance de crédit constituent des mécanismes clés dans le processus de suivi et d'évaluation des émetteurs (Rapport Moody's, 1998). Les actions de surveillance de crédit, telles que les mises sous surveillance (CW) et les perspectives de crédit (OL), interviennent lorsque des événements, des tendances ou des changements significatifs se dessinent et pourraient possiblement affecter la qualité de crédit de l'émetteur, ce qui peut amener les agences à revoir une notation existante. Ces actions peuvent ainsi mener à une révision de la notation à la hausse, à la baisse ou la garder inchangée, selon la capacité de l'émetteur à répondre aux diverses préoccupations des agences. Puisque les agences de notation ont accès à des données confidentielles dans leur évaluation, les actions de surveillance offrent de

---

<sup>1</sup> Publiées depuis 1985, mais considérées comme des actions formelles qu'à partir de 1991(Rapport Moody's, 1998).

l'information supplémentaire aux investisseurs leur permettant de suivre l'évolution de la solvabilité des entreprises et pouvant entraîner des réactions sur les cours des actions et des obligations (Holthausen et Leftwich, 1986; Wansley et Clauretje, 1985; Katz, 1974). Si l'aspect financier des actions de surveillance fait l'objet d'une littérature abondante, leur dimension comptable a reçu, elle, bien moins d'attention dans la littérature et mérite, à notre avis, d'être explorée. Ce que nous nous efforcerons de faire à travers cette recherche.

L'évaluation d'une notation de crédit est déterminée en fonction du risque de défaut de son émetteur. Ainsi, un émetteur présentant une bonne qualité de crédit se verra attribuer une notation élevée alors qu'un émetteur présentant une pauvre qualité de crédit se verra attribuer une faible note. L'analyse conduite par les agences étant principalement basée sur une série de ratios calculés à partir des données comptables contenues dans les états financiers, certains dirigeants pourraient y voir l'opportunité de manipuler leur résultat net à la hausse dans l'optique d'altérer la perception des agences de notation. En revanche, puisqu'une mauvaise qualité de gouvernance pourrait laisser les parties prenantes vulnérables aux pertes, les agences de notation tiendront également compte de la gouvernance dans leur analyse du risque. Ce faisant, ces deux aspects comptables et managériaux, soit la gestion des bénéfices et la gouvernance d'entreprise, interagissent dans le processus d'évaluation des notations. La gestion des bénéfices, par le biais de la manipulation des états financiers, peut influencer la perception de la santé financière d'une entreprise et potentiellement conduire à des notations inadéquates. D'autre part, la qualité de la gouvernance d'une entreprise aura un impact sur sa gestion des risques, ce qui sera également reflété dans sa notation de crédit. Cette thèse explore en profondeur les interactions entre les surveillances de crédit (CW et OL), la gestion des bénéfices et la gouvernance d'entreprise en observant la manière dont ces trois éléments sont liés et comment ils affectent l'évaluation conduite par les agences de notation. La compréhension de ces liens est essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers.

Cette thèse est composée d'une introduction, d'un chapitre de mise en situation théorique (Chapitre 1), d'une conclusion ainsi que de trois chapitres représentant chacun un article (Chapitres 2, 3 et 4). Notre échantillon, lequel est commun aux trois articles, porte sur les émetteurs de notation à long terme placés sous surveillance négative (CW) ou perspective négative (OL) de crédit par

l'agence Standard and Poor's sur la période allant de 2005 à 2019. Les données relatives aux CW et aux OL ont été collectées manuellement à partir de la base de données EIKON de Thomson Reuters, les données comptables ont été obtenues à partir de Compustat (Compustat Annual Industrial And Research Files) et les données relatives à la gouvernance à partir des bases de données Bloomberg et Refinitiv.

Les données comptables ont été collectées annuellement pour chacune des entreprises. Bien que l'utilisation de données trimestrielles présente généralement plusieurs avantages<sup>2</sup> pour détecter la gestion des bénéfices autour d'un évènement spécifique (Jeter et Shivakumar, 1999), l'emploi de données annuelles se prêtait mieux à la nature de notre recherche. En effet, puisque les entreprises placées sous surveillance de crédit ne connaissent généralement pas à quel moment l'agence rendra sa décision, il est possible que ces entreprises opèrent des changements tout au long de la période de surveillance et non seulement sur le dernier trimestre avant la résolution. Ce faisant, l'emploi de données annuelles nous permet d'étendre la période d'observation et de nous assurer de tenir compte des possibles pratiques de gestion des bénéfices qui auraient pu être opérées sur un trimestre autre que celui précédant la résolution. Afin de remédier à ce problème, certains chercheurs suggèrent de tenir compte de la gestion des bénéfices trimestrielle moyenne sur la période de surveillance. Dans le cas de notre étude, la longue<sup>3</sup> durée de placement des émetteurs sous surveillance OL ne nous permettait pas de tenir compte de la moyenne des trimestres de surveillance dans le calcul de la gestion des bénéfices. De plus, les données relatives à la gouvernance n'étaient disponibles qu'annuellement. Néanmoins, nous avons tout de même conduit diverses analyses en utilisant des données trimestrielles et avons présenté ces résultats à titre comparatif en annexe.

De plus, nous avons fait le choix, dans le cadre de cette thèse, d'explorer uniquement les surveillances de crédit portant une implication négative. Bien que les émetteurs sous surveillance de crédit positive soient réputés porter des motivations similaires, puisque la gestion des bénéfices

---

<sup>2</sup> En se focalisant plus sur l'évènement, les données trimestrielles augmentent la probabilité de détection de la gestion des bénéfices (Jeter et Shivakumar, 1999). De plus, les états financiers trimestriels étant rarement audités, cela permet une plus grande discrétion pour les gestionnaires et permet une divulgation moins détaillée comparativement aux états financiers annuels audités (Jeter et Shivakumar, 1999).

<sup>3</sup> Les OL sont généralement applicables sur une période de six mois à deux ans alors que les CW sont généralement d'une durée de 90 jours.

s'avère coûteuse pour la firme qui la pratique, nous croyons que les motivations de gérer les bénéfices à la hausse soient plus fortes pour les émetteurs sous surveillance négative de crédit que pour les émetteurs sous surveillance positive de crédit (Liu et al., 2017). Les surveillances négatives constituent un cadre d'analyse plus puissant pour observer le potentiel impact de la gestion des bénéfices et de la gouvernance sur la résolution de l'agence (Liu et al., 2017).

Le premier chapitre de cette thèse vise à introduire les notations de crédit et à présenter les différents concepts liés aux notations de crédit et aux actions de surveillance de crédit auxquels nous ferons référence à travers les trois articles de cette recherche.

Le deuxième chapitre présente le premier article, « L'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes placées sous surveillance négative de crédit ». Dans ce premier article, nous établissons le lien entre la gestion des bénéfices et l'issue de la surveillance de crédit. Nous observons comment ces entreprises peuvent manipuler leur bénéfice comptable et si elles sont ainsi en mesure d'influencer positivement la résolution de l'agence à l'issue d'une période de surveillance négative de crédit. Les états financiers sont habituellement produits par la direction de l'entreprise et utilisés pour démontrer la performance de l'entreprise. Le résultat net étant l'une des plus grandes préoccupations pour les obligataires et les agences de notation tenues d'évaluer l'entreprise, peut-être, les firmes sous surveillance négative de crédit seraient-elles en mesure de conserver leur notation initiale à l'issue d'une période de surveillance en pratiquant la gestion des bénéfices? Dans cet article, nous explorerons deux formes de gestion des bénéfices soit, la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires et la gestion réelle des bénéfices. La première forme consiste à utiliser le jugement professionnel dans les choix des méthodes comptables dans le but d'altérer le résultat comptable et ainsi souhaiter agir sur la perception des utilisateurs des états financiers (Healy et Wahlen, 1999), alors que la seconde forme s'exerce, quant à elle, à travers des décisions liées à l'exploitation de l'entreprise. Nous nous interrogeons sur la capacité des agences de notation à détecter la gestion des bénéfices, lorsque pratiquée et, si détectée, à la manière dont elle sera reflétée dans la notation de l'émetteur. Bien que considérées comme des utilisateurs sophistiqués de l'information financière, les agences pourraient ne pas toujours se rendre compte des stratégies mises en place par l'émetteur dans le but de présenter un meilleur portrait financier. Nos résultats mettent en évidence une préférence

marquée des entreprises de notre échantillon pour la gestion réelle des bénéfices au cours de la période de surveillance de crédit. Cela se traduit par une accélération des ventes, une surproduction et une réduction des dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance. Pour les entreprises sous surveillance CW, la pratique d'une gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires semble jouer un rôle positif dans leur capacité à conserver leur notation initiale. En revanche, pour les entreprises placées sous surveillance OL, nos résultats suggèrent que la gestion des bénéfices ne leur permet pas de conserver leur notation initiale à l'issue de la surveillance. Il semble donc plus difficile pour les firmes sous surveillance OL de restaurer la confiance des agences de notation de crédit. Nos résultats soulignent l'importance d'une analyse approfondie des informations financières lors de l'évaluation du risque de crédit.

Le troisième chapitre présente le deuxième article, « L'impact de la gouvernance d'entreprise sur la résolution de l'agence pour les firmes placées sous surveillance négative de crédit ». Cet article analyse l'impact d'une amélioration des pratiques de gouvernance d'entreprise sur la résolution des agences de notation à la suite d'une période de surveillance négative de crédit. La gouvernance d'entreprise est reconnue comme un pilier essentiel pour assurer la transparence et une gestion efficace au sein des entreprises. Étant donné que l'évaluation des notations de crédit repose non seulement sur des données comptables, mais également sur des facteurs liés à la gouvernance, ce chapitre vise à étudier les mécanismes par lesquels certains attributs de la gouvernance pourraient influencer positivement la résolution des agences de notation au terme d'une période de surveillance négative de crédit. Nos résultats montrent, pour les firmes sous surveillance CW, une augmentation du pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration, une réduction de la dualité des fonctions entre les rôles de président-directeur général et président du conseil d'administration ainsi qu'une augmentation de la représentation des femmes au sein du conseil d'administration sur la période de surveillance. Pour les entreprises sous surveillance OL, nous notons une réduction de la taille du conseil d'administration et une augmentation de la représentation des femmes siégeant au conseil d'administration. Les distinctions entre ces deux types d'action de surveillance (CW et OL) mettent en évidence la diversité des comportements des entreprises en matière de gouvernance en fonction du type de surveillance. Les résultats des analyses de régression logistique indiquent, pour les entreprises placées sous surveillance CW, qu'une réduction de la taille du conseil d'administration et une augmentation de la taille du comité

d'audit seraient associées à une résolution favorable de la part des agences de notation de crédit. Ces résultats suggèrent que des conseils d'administration de taille restreinte et une plus grande expertise du comité d'audit peuvent influencer positivement la perception des agences de notation. En revanche, pour les entreprises sous surveillance OL, l'amélioration des pratiques de gouvernance ne semble pas avoir d'impact significatif sur la résolution de l'agence de notation.

Le quatrième chapitre présente le troisième article, « L'effet d'interaction entre la gestion des bénéfices et la gouvernance sur la résolution de l'agence pour les firmes placées sous surveillance négative de crédit ». Nous avons montré à travers les précédents chapitres que les émetteurs sous surveillance de crédit pouvaient s'adonner à une pratique de gestion des bénéfices et agir sur la qualité de la gouvernance en période de surveillance négative de crédit afin d'influencer positivement la décision de résolution de l'agence. L'influence de ces mécanismes varie selon le type de gestion des bénéfices (gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires ou gestion réelle des bénéfices) pratiqué et le type de surveillance (CW ou OL) observé. La gouvernance ayant pour objectif de garantir la transparence des données financières, notre objectif, dans ce troisième article, est d'évaluer dans quelle mesure la gouvernance d'entreprise pourrait modérer l'influence de la gestion des bénéfices sur la résolution des agences de notation de crédit. Nos résultats soulignent le rôle modérateur de la gouvernance dans la manière dont les agences de notation évaluent et réagissent aux pratiques de gestion des bénéfices des entreprises. En d'autres mots, cela signifie que la qualité de la gouvernance pourrait influencer la façon dont les agences interprètent les pratiques de gestion des bénéfices. Nos conclusions varient encore une fois selon le type de gestion des bénéfices pratiqué et le type de surveillance de crédit observé.

En conclusion, il ressort de ces trois articles que ce sont les émetteurs sous surveillance CW qui récoltent le plus les fruits d'une pratique de gestion à la hausse des bénéfices et des changements opérés au niveau de la gouvernance. Pour les émetteurs sous surveillance OL, les pratiques de gestion des bénéfices et les efforts apportés au niveau de la gouvernance ne semblent pas avoir d'influence sur la résolution de l'agence. Les CW et les OL étant des actions similaires, il est particulièrement intéressant de constater l'écart qui subsiste entre ces deux types d'action quant à la probabilité d'obtention d'une résolution favorable à l'issue de la surveillance. Peut-être que la durée plus longue des surveillances OL est en cause? Ces résultats soulignent l'importance d'une

excellente qualité de pratiques de gouvernance d'entreprise pour maintenir la crédibilité des notations de crédit et mettent en garde contre les pratiques de gestion des bénéfices qui pourraient fausser l'évaluation des notations.

Cette thèse contribue à une meilleure compréhension des notations de crédit, de la gestion des bénéfices et de la gouvernance d'entreprise et fournit des informations précieuses pour les acteurs des marchés financiers. Cette recherche vient combler les lacunes des articles antérieurs en termes de méthodologie, par l'utilisation à la fois d'un modèle de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et d'un modèle de gestion réelle des bénéfices, et en termes de couverture des surveillances, en étudiant à la fois les surveillances CW et OL. L'étude des OL ouvre des perspectives pour des recherches futures dans le domaine des notations et des surveillances de crédit. Cette étude saura être utile aux dirigeants faisant face à une surveillance négative de crédit en leur proposant des outils leur permettant d'améliorer leur chance recevoir une résolution favorable à l'issue de la surveillance de crédit et procure des informations importantes pour les régulateurs sur les pratiques qui s'opèrent en contexte de surveillance négative de crédit.

# CHAPITRE 1

## LA NOTATION ET LES ACTIONS DE SURVEILLANCE DU CRÉDIT

### 1.1 Introduction

Ce premier chapitre se veut un chapitre conceptuel. Il vise à introduire le lecteur à l'industrie des notations de crédit, au processus de notation des agences et aux facteurs entrant dans l'évaluation des notations. Les notations représentent le risque de défaut de paiement d'un émetteur sur sa dette. Une notation peut être associée à un pays, une entreprise ou un titre de dette et peut être sollicitée ou non, selon que l'émetteur en ait fait la demande ou pas. Outre l'affectation initiale de la notation, l'agence est également responsable de son suivi. Ainsi, l'agence est tenue de réévaluer régulièrement la situation d'un émetteur et de modifier sa notation si elle le juge opportun. Les agences peuvent alors décider de placer l'émetteur sous surveillance de crédit (CW) ou sous perspective de crédit (OL) avant d'ajuster sa notation. Ces actions servent de mécanisme de coordination entre les agences de notation et les émetteurs (Poon et Shen, 2020), mais se veulent aussi des mesures de surveillance et de suivi de la notation initialement attribuée. Les surveillances jouent un rôle central dans l'évaluation des risques de crédit et la stabilité des marchés financiers. La littérature scientifique a montré que le marché obligataire réagit à l'annonce d'une surveillance négative, signifiant que les surveillances amènent de nouvelles informations sur le marché. Lorsqu'elle est bien exécutée, la surveillance peut permettre de prévenir les crises financières, de réagir aux événements économiques et politiques, d'influencer les décisions d'investissement et d'améliorer la transparence et la confiance des marchés.

### 1.2 L'industrie de la notation de crédit

La notation de crédit a vu le jour aux États-Unis au courant des années 1900 et est rapidement devenue partie intégrante du système financier américain. Elle était déjà utilisée au cours des



années 1930 et 1940 par le secteur bancaire et de l'assurance afin de promouvoir la sécurité ainsi que l'uniformité de la notation de crédit au sein des institutions concernées. En 1975, la SEC crée le statut de « Nationally Recognized Statistical Rating Organization » (NRSRO) à travers le processus de lettre de non-action. Afin d'obtenir cette accréditation, l'agence doit être réputée émettre des notations jugées crédibles et fiables par les principaux acteurs du marché. Ce statut est venu apporter beaucoup de crédibilité aux agences de notation de crédit. En faisant référence aux notations de crédit dans les textes de loi et règlements, les NRSRO ont gagné en pouvoir et cela a eu pour effet de créer une barrière à l'entrée. Les agences Moody's, Fitch et Standard and Poor's (S&P) se partagent à elles trois plus de 95% des parts de marché de l'industrie des notations (Coskun, 2008).

Les agences de notation de crédit sont, dans leur grande majorité, des institutions privées spécialisées dans l'évaluation de la qualité de crédit. Elles ont pour rôle d'évaluer le risque de défaut d'un pays ou d'une compagnie ou d'un émetteur de dette, c'est-à-dire le risque de faillir à ses obligations envers ses créanciers, que ce soit au niveau des charges d'intérêt courues ou du remboursement échu. Elles attribuent habituellement des cotes alphanumériques (AAA-D). L'échelle de notation de l'agence Standard and Poor's est présentée à l'Annexe 2. Dans le cas d'une notation sollicitée, le client paie l'agence de notation afin de se voir attribuer une cote. L'agence de notation S&P définit une notation comme « une opinion prospective de la solvabilité globale d'un débiteur. Cette opinion porte sur la capacité et la volonté du débiteur de respecter ses engagements financiers à leur échéance » (Standard and Poor's, 2016).

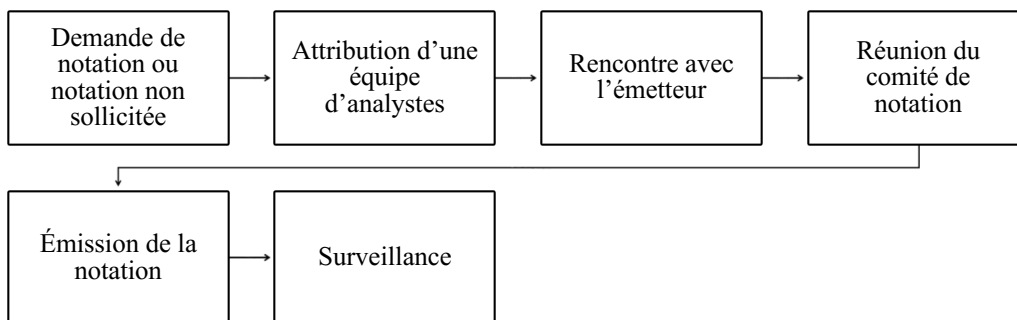
### 1.3 La notation

Les agences de notation de crédit ont pour rôle d'évaluer le risque de défaut de paiement d'un émetteur sur sa dette et d'émettre une notation. Une notation est présentée sous forme d'une cote alphanumérique. Par exemple, l'agence S&P attribuera la note de AAA à un émetteur présentant un très faible risque de défaut alors que la note de C sera attribuée à un émetteur présentant un haut risque de défaut. L'échelle de notation de l'agence S&P est présentée à l'Annexe 2.

#### 1.3.1 Explication générale du processus de notation

Le processus de notation des agences est présenté à la Figure 1.1. Notons que les trois principales agences de notation, S&P, Moody's et Fitch présentent des processus d'attribution des notations similaires. Ce processus se résume en six étapes distinctes. De manière générale, le processus d'attribution d'une notation s'enclenche à la suite d'une demande de notation initiale<sup>4</sup> et se conclut par son suivi, en passant par son octroi (Standard and Poor's, 2001).

Figure 1.1 Processus d'attribution d'une notation



Source : Standard and Poor's (2001)

De manière plus précise, à la suite de la demande de notation initiale (ou suite à une initiative propre à l'agence), l'activité de notation est confiée à une équipe d'analystes, sous la responsabilité d'une ou d'un analyste en chef (Standard and Poor's, 2001). Ces derniers recueilleront de l'information sur l'émetteur, son environnement et son secteur d'activité et pourront inviter l'émetteur à fournir certains documents visant à leur permettre de se faire une image claire et globale de la situation de ce dernier (Standard and Poor's, 2001).

Très souvent, lors d'une rencontre préparatoire, des questions pertinentes seront adressées à l'émetteur et les documents exigés lui seront précisés. Cette première rencontre est également l'occasion de discuter avec l'émetteur de l'environnement et des perspectives de l'industrie, des principaux secteurs d'activité de la firme, des objectifs en matière de performance financière de la direction, des alternatives de financement et des plans d'urgence, ainsi que de bien d'autres

<sup>4</sup> Parfois, l'agence enclenchera le processus de notation de son propre gré, sans qu'il y ait demande. C'est ce qu'on appelle une notation non sollicitée.

éléments, afin de l'aider à se faire une opinion des capacités financières de l'émetteur (Standard and Poor's, 2001).

Une fois la documentation et l'information recueillies, l'équipe d'analystes procédera à l'analyse des états financiers et à l'évaluation des risques auxquels est exposée l'entreprise. Une fois l'analyse complétée, l'analyste en chef présentera les résultats au comité de notation qui devra s'entendre sur la notation la plus représentative du risque de défaut de paiement à attribuer à l'émetteur et communiquer la décision (Standard and Poor's, 2001).

Le rôle de l'agence de notation ne s'arrête pas à la divulgation de la notation et se poursuit par son suivi. Les agences sont d'avis qu'il ne suffit pas uniquement de procéder à la notation d'un émetteur d'instruments de dette, mais qu'il importe également de s'assurer que la notation accordée à l'émetteur conserve sa justesse et sa pertinence pour ses utilisateurs. Le suivi des notations permet à l'agence de réagir lorsqu'il lui semble que la notation a perdu de sa fiabilité et de la réajuster en conséquence. Le suivi des notations permet à l'agence de demeurer à l'affût de tout changement pouvant affecter directement ou indirectement la situation financière de l'émetteur. Dans un tel cas, l'agence n'hésitera pas à modifier sa notation ou à placer l'entreprise sous surveillance (CW) ou perspective de crédit (OL), en vue d'une réévaluation subséquente de sa notation.

### 1.3.2 Évaluation de la notation

Une notation de crédit est déterminée en fonction du risque de défaut de son émetteur. De ce fait, un émetteur présentant une bonne qualité de crédit se verra attribuer une note élevée, et vice-versa. Dans leur détermination du risque de défaut de paiement, les agences de notation s'appuient sur des facteurs tant de nature quantitative que qualitative.

#### 1.3.2.1 *Facteurs quantitatifs*

L'analyse des facteurs quantitatifs est réalisée à l'aide de données comptables. Plus spécifiquement, l'analyse des facteurs quantitatifs est basée sur une analyse de ratios, lesquels sont calculés à partir des données divulguées dans les états financiers audités. Le Tableau 1.1 présente les facteurs et

sous facteurs quantitatifs employés dans la notation de crédit et leurs pondérations respectives en prenant pour exemple le secteur de l'industrie chimique.

*Tableau 1.1 Facteurs et sous facteurs quantitatifs employés dans la notation de crédit et leurs pondérations respectives (Industrie chimique)*

Facteur	Pondération	Sous-facteur	Pondération
Taille	15%	Chiffre d'affaires	7.5%
		Immobilisations corporelles nettes	7,5%
Rentabilité	10%	Résultat avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissement/ chiffre d'affaires net	5%
		Résultat avant intérêts et impôts/ sur actif total moyen	5%
Lever et couverture	30%	Dette/ Résultat avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissement	10%
		Flux de trésorerie non distribués/ Dette	10%
		Résultat avant intérêt, impôts, dépréciations et amortissement / Charges d'intérêt	10%
Ensemble facteur quantitatif	55%	Ensemble des sous-facteurs quantitatifs	55%

Source : Moody's Investors Services, Rating Methodology-Chemicals

Les facteurs quantitatifs indiqués au Tableau 1.1, tous d'origine comptable, comptent pour 55% de l'ensemble du tableau de bord guidant le processus d'établissement de la notation de crédit. La taille comptant pour 15%, la rentabilité pour 10% et le levier et la couverture des intérêts comptant pour 30%. L'analyse des ratios permet aux décideurs d'établir des relations entre différents montants des états financiers, des comparaisons par rapport aux années antérieures, et des comparaisons par rapport au secteur. Il convient d'explorer plus en détail les composantes quantitatives du processus de détermination de la notation.

#### 1.3.2.1.1 La taille

La taille, comptant pour 15% de la pondération totale, est déterminée à travers deux composantes des états financiers, à savoir le chiffre d'affaires (provenant de l'état du résultat) et les immobilisations déduction faites des amortissements (provenant de l'état de la situation financière). La taille est considérée comme un indicateur important de la capacité d'une entreprise à générer des revenus et de sa résistance aux chocs, tels que les fluctuations soudaines de la demande ou les hausses de coûts rapides (Moody's, 2023). De plus, la taille est également un indicateur important de la capacité d'une entreprise à maintenir ses bénéfices et à générer des flux de trésorerie. Bien que d'origine quantitative, la taille peut aussi revêtir un caractère qualitatif, puisqu'elle peut fournir des indications sur d'autres forces ou faiblesses d'une entreprise, notamment la résistance aux changements de la demande de produits, l'absorption des coûts, les capacités de recherche et développement et la force de négociation des clients et des fournisseurs de matières premières (Standard and Poor's, 2001).

#### 1.3.2.1.2 La rentabilité

La rentabilité s'avère un indicateur important, employé par les agences de notation pour évaluer la force et la durabilité d'un émetteur et peut refléter la compétitivité de son portefeuille de produits (Standard and Poor's, 2001). La rentabilité donne ainsi une indication de la capacité d'une entreprise à faire face aux récessions économiques, à réinvestir dans des immobilisations corporelles, à rembourser ses dettes et à honorer d'autres obligations. La flexibilité tarifaire est importante pour les entreprises de produits, car, en période de ralentissement conjoncturel ou économique, les prix des produits baissent souvent au point que seules les entreprises aux coûts moins élevés génèrent des flux de trésorerie significatifs (Standard and Poor's, 2001). La rentabilité est déterminée par les agences de deux manières, soit par les ratios du pourcentage de la marge nette et du rendement de l'actif (ROA).

- Le pourcentage de la marge nette :  $\text{EBITDA} / \text{chiffre d'affaires net}$ . EBITDA représente le résultat net avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements.
- Le rendement de l'actif (ROA) :  $\text{EBIT} / \text{actif total moyen}$ . EBIT représente le résultat net avant intérêts et impôts.

La rentabilité est essentielle à la survie d'une entreprise (Standard and Poor's, 2001). Elle permet d'évaluer sa capacité à dégager des bénéfices suffisants à partir de ses activités. En général, un rendement élevé indique une plus grande capacité à générer des fonds propres et attirer des capitaux externes.

#### 1.3.2.1.3 Le levier financier et la capacité de remboursement

L'effet de levier et la couverture des flux de trésorerie fournissent des indications importantes sur la flexibilité financière et la viabilité à long terme d'un émetteur d'instruments de dette (Standard and Poor's, 2001). Il indique les capacités d'investissement d'une entreprise et son potentiel de résistance aux fluctuations de son cycle commercial, ainsi qu'à faire face aux défis imprévus. Le facteur de levier et la couverture des flux de trésorerie sont constitués de trois sous-facteurs quantitatifs, à savoir le rapport de la dette à l'EBITDA, le rapport des flux de trésorerie non distribués (RCF) à la dette et le rapport de l'EBITDA aux intérêts débiteurs.

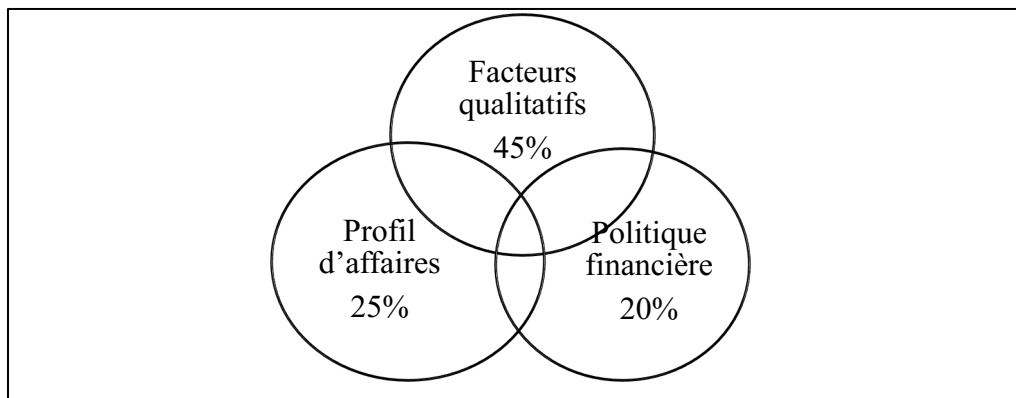
- Le ratio d'endettement : Dette totale/ EBITDA. EBITDA représente le résultat net avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements.
- RCF/Dette : Flux de trésorerie non distribuée / dette totale
- Le ratio de couverture des intérêts : EBITDA/ Charges d'intérêt. EBITDA représente le résultat net avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements.

Le ratio d'endettement est un indicateur de la capacité de remboursement et de l'endettement. Il est couramment utilisé comme indicateur de la solidité financière comparative. Le second ratio RCF / Dette est une mesure ou une estimation de la capacité de génération de trésorerie de l'émetteur (après paiement du dividende) par rapport à l'endettement. Le ratio de couverture des intérêts indique la capacité d'une entreprise émettrice à respecter ses obligations en matière d'intérêts.

#### 1.3.2.2 Facteurs qualitatifs

Outre l'information contenue dans les états financiers, les agences de notation puisent dans d'autres sources d'information. En effet, dans leur processus de développement de leur opinion sur la qualité de crédit de l'émetteur, les agences de notation considéreront également des facteurs qualitatifs inhérents à l'entreprise et à son industrie. Ces derniers sont présentés à la Figure 1.2 et constituent 45% de l'ensemble des éléments guidant le processus d'établissement de la notation de crédit.

*Figure 1.2 Facteurs qualitatifs employés dans la notation de crédit et leurs pondérations respectives (Industrie chimique)*



Source : Établi à partir d'Informations tirées de Moody's Investors Services, Rating Methodology

Deux facteurs sont mis en évidence par les agences de notation, à savoir le profil d'affaires et la politique financière, auxquels sont respectivement attribuées des pondérations de 25% et 20%.

#### 1.3.2.2.1 Le profil d'affaires

La notation du profil d'affaires est principalement basée sur les attentes de l'agence en matière de volatilité des flux de trésorerie, laquelle sera influencée par la position actuelle de la société, la diversité des produits et la géographie, la qualité de l'exécution opérationnelle, le leadership technologique et les perspectives de la position de marché (Standard and Poor's, 2001). La diversité des produits et la géographie englobent les marchés finaux et les opérations d'une entreprise, y compris l'approvisionnement. La notation du facteur de profil d'affaires tient également généralement compte de la structure du secteur ou du sous-secteur, notamment du nombre, de l'ampleur et du degré de sophistication des concurrents, de la nature de la concurrence, du

comportement historique des concurrents et de leurs relations avec les clients, ainsi que de la menace de nouveaux entrants (Standard and Poor's, 2001).

#### 1.3.2.2.2 La politique financière

Le facteur de politique financière est considéré important par les agences, puisqu'il englobe la tolérance de la direction et du conseil d'administration à l'égard du risque financier et leur engagement à maintenir un profil de crédit solide (Standard and Poor's, 2001). La politique financière des entreprises fait référence aux choix de ces dernières concernant la proportion de leur structure en capital soutenue par la dette plutôt que par les capitaux propres et à la proportion de leur bénéfice conservé aux fins de financement interne plutôt que d'être distribué aux actionnaires sous forme de dividendes (Auerbach, 2002). Il s'agit d'un facteur de notation important, car il affecte directement le niveau d'endettement, la qualité du crédit, l'orientation future de la société et le risque de modifications défavorables du financement et de la structure du capital. La tolérance au risque financier sert de guide pour l'investissement et la répartition du capital. Il est souvent nécessaire d'attendre que la direction s'engage à maintenir un profil de crédit amélioré pour prendre en charge une mise à niveau. Par exemple, les notations d'une société qui a développé une flexibilité dans sa catégorie ne pourront pas être rehaussées si l'agence pense que la société utilisera cette flexibilité pour financer une acquisition stratégique, une distribution en espèces aux actionnaires, une scission ou une autre opération à effet de levier. Inversement, la cote de crédit d'une entreprise peut être plus apte à résister à un effet de levier modéré si la direction accorde une priorité élevée au retour des statistiques de crédit à un niveau antérieur à la transaction et a systématiquement démontré son engagement à le faire par le biais de mesures préalables (Standard and Poor's, 2001).

La gestion de la liquidité est un aspect important de la gestion globale du risque et peut fournir un aperçu de la tolérance au risque (Standard and Poor's, 2001). Elle est évaluée à travers l'analyse de la structure du capital ou le profil de crédit ciblé de l'émetteur, son historique d'actions antérieures, y compris son historique de risques et de liquidité et son adhésion à ses engagements (Standard and Poor's, 2001). Une attention particulière de l'agence est portée aux performances opérationnelles de la direction et à l'utilisation des flux de trésorerie au cours des différentes phases



des cycles économiques et industriels. La manière dont la direction réagit aux événements clés, tels que les modifications des marchés du crédit et de la liquidité, les actions en justice, les problèmes de concurrence ou les pressions réglementaires, est également prise en compte (Standard and Poor's, 2001). Les considérations comprennent les engagements publics d'une société dans ce domaine, ses antécédents en matière de respect des engagements et le point de vue de l'agence sur la capacité de la société à atteindre ses objectifs (Standard and Poor's, 2001). La prise en compte des risques d'événement dans le contexte de la notation de la politique financière, la probabilité et les effets négatifs potentiels (tels l'impact des fusions et acquisitions ou d'autres types d'événements transformant le bilan) sont pris en compte. L'appétit de la direction pour les activités de fusion et d'acquisition est évalué en mettant l'accent sur le type de transaction (compétence principale ou nouvelle activité) et les décisions de financement (Standard and Poor's, 2001). La fréquence et l'importance des acquisitions et des choix de financement antérieurs sont évaluées. Un historique d'acquisitions financées par dette ou transformant le crédit se traduira généralement par un score inférieur pour ce facteur. Les répercussions négatives de la volonté des actionnaires de vendre la société sont également prises en compte.

#### 1.3.2.2.3 Autres éléments pouvant entrer dans la notation de crédit

D'autres éléments plus ou moins hors des états financiers peuvent aussi influencer les agences dans leur processus de notation de crédit, tels que :

- Les caractéristiques de l'industrie : les agences de notation s'intéresseront à la santé globale de l'économie (croissance, stabilité ou déclin du cycle économique), mais également aux perspectives de croissance de l'industrie (Standard and Poor's, 2001). Ces éléments auront un effet direct sur les rendements de l'entreprise. Les forces de l'industrie ainsi que les facteurs compétitifs pouvant affecter l'industrie sont également pris en considération.
- La position concurrentielle : la compétition au sein de l'industrie représente un élément crucial de l'analyse des agences (Standard and Poor's, 2001). La nature de cette compétition variera d'un secteur à l'autre. Cette compétition peut être à l'échelle nationale, régionale ou mondiale. Un avantage compétitif peut découler de la stratégie de différenciation de l'entreprise (axée sur le prix ou la qualité du produit), de sa capacité de distribution, de son

image, de la différenciation de son produit ou service, etc (Standard and Poor's, 2001). L'agence de notation souhaitera également déterminer la vulnérabilité de l'entreprise face à certains éléments notamment, aux changements technologiques, aux conflits de travail et aux ingérences réglementaires (Standard and Poor's, 2001).

- Les ratios du marché : ils mesurent le rendement d'un investisseur en établissant un lien entre le cours de l'action et un indicateur de rendement (Résultat net, Dividende, etc.) Bien qu'extrêmement importants pour les investisseurs, ces ratios de marché ne font pas partie des principaux ratios retenus par les agences.
- La qualité de la gouvernance : la manière dont l'entreprise émettrice est gouvernée attire l'attention de l'agence de notation. La performance globale de l'entreprise doit s'appuyer sur une gouvernance saine, capable de conjuguer les intérêts de ses parties prenantes pour proposer une vision stratégique partagée, en particulier instaurer une confiance durable entre la direction de l'entreprise et ses créanciers.
- L'information confidentielle : outre les informations quantitatives et qualitatives mentionnées, les agences de notation ont également accès à des informations confidentielles qu'elles considéreront dans leur analyse.

### 1.3.3 Les actions de surveillance de la notation de crédit

La qualité de crédit d'un émetteur influe sur le taux de rendement de la dette en circulation. C'est pourquoi toute atteinte à cette qualité du crédit de l'émetteur affectera à la baisse la valeur marchande de la dette existante et fera perdre de l'argent à ses détenteurs. Toute chose étant égale par ailleurs, un investisseur souhaitera toujours recevoir un rendement correspondant au risque qu'il subit. Ce dernier apprécie que l'activité de notation se continue au-delà de l'émission de la notation.

Le suivi d'une notation soumet l'émetteur à des réévaluations de ses notations. Les mises sous surveillance (CW) et les perspectives de crédit (OL), respectivement appelées CreditWatch<sup>5</sup> et

---

<sup>5</sup> L'agence de notation Standard and Poor's utilise le terme « CreditWatch » alors que l'agence Moody's utilise le terme « Rating Under Review » pour faire référence à un émetteur/notation placé sur une liste de surveillance de crédit (Poon et Shen, 2020). Puisque que ces deux termes désignent la même procédure de notation, nous suivrons les recommandations de Poon et Shen (2020) et emploierons le terme « CreditWatch » pour faire référence aux deux.

Outlook dans leur terminologie anglo-saxonne, sont des procédures formelles d'encadrement des notations. La surveillance négative de crédit s'enclenche lorsqu'une agence de notation constate une diminution significative de la solvabilité de l'un de ses émetteurs d'obligations, susceptible d'avoir pour effet d'abaisser sa note de crédit. Elle soumet alors l'émetteur à un examen formel de la solvabilité, entamant ainsi le processus de surveillance du crédit. La surveillance débute par l'émission d'un avis public de mise sous surveillance ou de perspective de crédit. Elle fournit des explications sur les éléments pertinents de la procédure et sur l'orientation probable et l'ampleur du changement de notation possible. Tout en contribuant à maintenir la stabilité des notations et en fournissant des informations ponctuelles au marché (Keenan, Fons et Carty, 1998), les CW/OL peuvent avoir un effet bénéfique sur la protection de la valeur marchande de la dette en circulation et de la valeur boursière de l'émetteur. Bien que similaires, ces deux types d'actions comportent certaines différences.

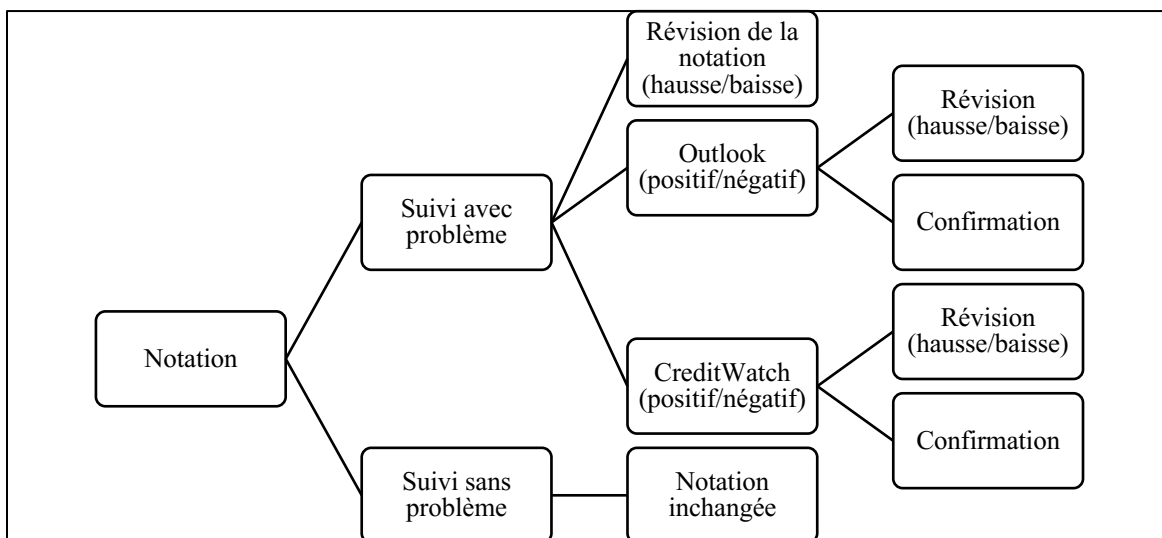
Un OL est une perspective à moyen ou long terme (180 jours à 2 ans) qui indique la direction probable d'une notation de crédit. Au terme de cette période, l'agence rendra sa décision. Un OL peut avoir une implication positive, négative ou stable. Un OL positif indique une amélioration attendue de la notation à moyen terme, alors qu'un OL négatif indiquera une dégradation attendue de cette dernière. Un OL stable signifie qu'aucun changement de notation n'est attendu à moyen terme, sauf si des événements inattendus se produisent. Il est à noter qu'un OL, qu'il soit positif ou négatif, ne donne toutefois pas nécessairement lieu à un changement de notation. Il indique simplement une probabilité raisonnable qu'une transition de notation ait lieu. Ainsi l'agence envisagera de publier un OL lorsqu'elle détecte une tendance affectant la solvabilité de l'émetteur. Les facteurs peuvent inclure un changement au niveau de la dynamique de l'industrie, des conditions de la firme ou des décisions stratégiques de l'entreprise.

À la différence d'un OL, un CW indique la direction probable d'une notation à court terme (90 jours). Au terme de cette période, l'agence rendra sa décision. Un CW peut avoir une implication positive, négative ou en développement. Un CW positif indique une amélioration attendue de la notation à court terme, alors qu'un CW négatif indiquera une dégradation attendue de cette dernière à court terme. Un CW en développement est utilisé lorsque la direction de la notation de crédit est difficile à prévoir, souvent en raison d'une incertitude élevée concernant des événements

spécifiques pouvant affecter l'emprunteur. Un CW est généralement déclenché par un événement spécifique (fusion ou acquisition, une crise financière, une modification du cadre réglementaire, etc.) susceptible d'avoir un impact sur le profil de crédit de l'émetteur et la probabilité d'un changement de notation est plus élevée en ce qui concerne les CW. De plus, son étendue est substantielle, c'est-à-dire plus d'un cran et les CW s'appliquent à la fois aux notations à court et long termes alors que les OL s'appliquent uniquement aux notations à long terme.

En somme, ces deux outils (CW et OL) permettent aux agences de communiquer aux investisseurs les risques associés à une entreprise ou à une obligation, mais présentent des différences, notamment au niveau de l'horizon, de la certitude et de la nature de l'évènement déclencheur. Également, le OL est plus axé sur la probabilité de changement futur de la notation de crédit alors que le CW est axé sur les événements actuels. La Figure 1.3 présente le processus de suivi de la notation après la remise d'une notation.

Figure 1.3 Processus de suivi d'une notation après remise



Si la situation d'un émetteur est stable, sa notation restera inchangée. Dans le cas d'un suivi de la notation avec problème, plusieurs choix s'offrent à l'agence. Elle peut décider d'abaisser ou augmenter directement la notation, de publier un OL (positif, négatif ou stable) ou de placer l'émetteur sous CW (positif, négatif ou en développement). L'agence révisera la notation d'un émetteur à la baisse ou à la hausse si la qualité de son crédit s'est respectivement détériorée ou

améliorée sur la période de placement sous surveillance CW ou OL, alors qu'elle confirmera une notation et la laissera inchangée si la qualité du crédit d'un émetteur s'est améliorée ou est restée inchangée.

Afin de mettre en évidence l'importance des notations de crédit et des surveillances dans les décisions d'investissement et de financement, nous présenterons dans la prochaine section le cadre théorique.

#### 1.4 Cadre théorique

L'hypothèse de l'efficacité des marchés fut développée par Eugène Fama entre les années 50 et 60. Elle est basée sur le principe que le prix des titres sur le marché financier représente pleinement toute l'information publique disponible. Le raisonnement qui sous-tend cette affirmation est que les individus sont des êtres rationnels. Ceux-ci prendront alors la meilleure décision, c'est-à-dire la décision qui maximisera leur profit, en fonction de l'information qui leur est disponible et ajusteront leurs attentes lorsqu'une nouvelle information financière ou une information concernant l'actualité économique de l'entreprise est disponible. Ce faisant, à chaque fois qu'une nouvelle information financière touchant un changement de structure financière de l'entreprise (dans sa forme ou sa qualité) est disponible, on doit s'attendre à ce qu'elle ne manque pas de provoquer une réaction du marché, en affectant les attentes des investisseurs. Ce qui résulterait en une fluctuation de ses prix boursiers. Selon Fama (1970), toutes les opportunités de profits inexploités seront éliminées de manière que, très rapidement, le prix du titre retourne à son prix d'équilibre. Fama (1970) distingue trois formes d'efficacité des marchés :

- La forme faible : la seule variable pouvant expliquer le cours actuel ou futur d'un titre est son cours historique.
- La forme semi-forte : l'information publique est incorporée dans le prix du titre. Il est donc inutile de faire des prévisions à partir de ces informations.
- La forme forte : en plus de l'information publique, l'information privée est également connue de tous les acteurs et est incorporée dans le prix du titre. Sous cette forme, il est impossible de réaliser un profit.

Même si à cause de l'hypothèse de l'efficience du marché (Fama, 1970), notamment au niveau de sa forme semi-forte<sup>8</sup>, l'effet de cette nouvelle information sur les prix boursiers serait quasi-instantané, les investisseurs n'ont, cependant, pas toujours la capacité ni les moyens d'évaluer son impact<sup>9</sup> sur le risque de défaut de paiement d'un émetteur.

L'asymétrie informationnelle existe lorsque certains acteurs détiennent de l'information privilégiée. Elle est un frein à l'efficience des marchés et empêche ceux-ci de fonctionner librement (Sabatino, 2014). Ce faisant, les investisseurs se fieront volontiers aux évaluations produites par les agences de notation. Divers bénéfices sont généralement reconnus aux activités de notation de crédit par le marché; elles sont, par exemple, censées contribuer à l'augmentation des flux informationnels sur le marché et par le fait même, réduire l'asymétrie de l'information. Elles fournissent des mesures objectives de la solvabilité et en ce sens, améliorent le flux d'informations entre les émetteurs et les investisseurs (Moody's Methodology). Elles s'avèrent également un outil d'information d'efficacité capable de soutenir la rationalité des marchés et ainsi permettre une allocation efficace des ressources, dans l'esprit de l'optimum de Pareto<sup>10</sup> (Sabatino, 2014). La durabilité des bénéfices reconnus aux activités de notation de crédit est assurée par l'activité de surveillance de crédit qui peut avoir un effet déterminant sur le coût des instruments de dette, mais aussi sur le rendement boursier des actions.

D'un autre côté, la théorie positive de la comptabilité vise à prédire les choix comptables effectués par les gestionnaires. Les dirigeants sont rationnels et feront des choix comptables qui maximisent leurs intérêts personnels. La surveillance offre aux émetteurs une période pour répondre aux préoccupations des agences et ainsi espérer rétablir la qualité de leur crédit. La crainte d'un déclassement de notation créer une motivation à la gestion des bénéfices puisqu'une dégradation de la notation entraînera une hausse du coût d'emprunt. Les agences de notation jouent un rôle crucial en ajustant les notations pour refléter les risques réels associés à la l'entreprise. Une bonne

---

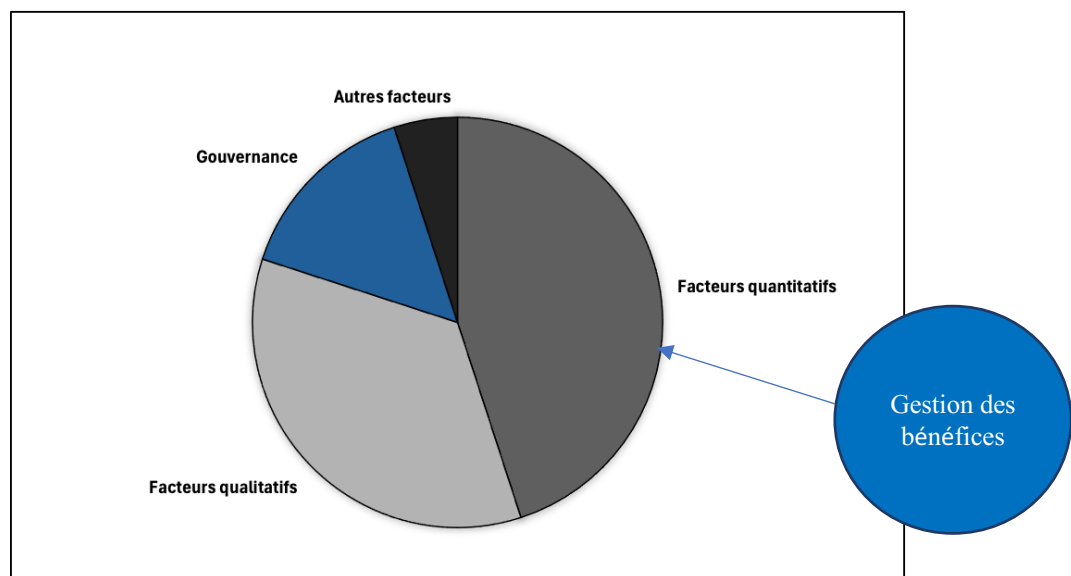
<sup>8</sup> L'hypothèse de l'efficience est basée sur le principe que le prix des titres sur le marché financier représente pleinement toute l'information disponible.

<sup>9</sup> Puisque toute recherche d'informations est accompagnée de nouveaux coûts.

<sup>10</sup> Le principe de Pareto indique en substance qu'étant donné deux situations S1 ET S2, si la situation S1 domine la situation S2, alors S1 est socialement préférable à S2. En économie, un optimum de Pareto est un état dans lequel on ne peut pas améliorer le bien-être d'un individu sans détériorer celui d'un autre.

gouvernance d'entreprise et de pratiques comptables transparentes sont essentielles pour maintenir la confiance des investisseurs et des créanciers. À travers ce chapitre, nous avons vu que la notation est, entre autres, basée sur des facteurs quantitatifs et sur la gouvernance. Les facteurs quantitatifs incluent des ratios financiers basés sur le résultat. Ainsi, la gestion des bénéfices contribuerait à améliorer les facteurs quantitatifs. La figure 1.4 présente les critères d'évaluation de la notation.

*Figure 1.4 Critères d'évaluation de la notation*



Lorsqu'elle est bien réalisée, la surveillance permet de prévenir les dégradations de crédit, d'anticiper des crises financières et de réagir aux événements économiques et politiques. À l'inverse, une dégradation tardive de la notation, conséquence d'une mauvaise surveillance, ou un manque de justesse au niveau de l'évaluation des notations aura des répercussions négatives sur le marché. Vu l'impact d'un changement de notation ou de l'annonce d'une surveillance sur le marché, il est primordial de mieux comprendre comment certaines actions posées sur le résultat ou au niveau de la gouvernance influenceront l'évaluation de l'agence. Nous explorerons, dans la prochaine section, la littérature portant sur la réaction du marché face à l'annonce d'une surveillance négative ou d'une perspective négative de crédit.

## 1.5 Revue de la littérature

Deux possibilités s'offrent généralement à une entreprise pour son financement; elle peut opter pour un financement par la dette ou par des capitaux propres. À cette fin, divers types d'instruments financiers<sup>11</sup> peuvent être émis sur le marché des capitaux. Les obligations et les actions représentent actuellement une source de financement externe considérable pour les entreprises. Le mélange dettes-capitaux propres, appelé structure de capital, revêt une grande importance pour les investisseurs. La qualité de la structure de capital ne se limite pas au simple niveau du ratio de capitalisation, mais va au-delà pour inclure la qualité de la dette, d'où l'intérêt pour la surveillance de crédit. L'endettement se réalise souvent à travers l'émission d'obligations qui sont des titres d'emprunt négociables. L'émetteur paye généralement un montant d'intérêt périodique fixe à son détenteur jusqu'à échéance, appelé coupon, et le principal à maturité (Mishkin, et Serletis, 2011). La valeur de l'obligation est trouvée en actualisant les flux monétaires futurs et le capital. Il est aisé de remarquer que toute augmentation du taux de rendement de l'obligation, toute chose étant égale par ailleurs, fera diminuer la valeur de l'obligation (Mishkin, et Serletis, 2011). On s'aperçoit, en effet, qu'il existe une relation étroite entre le prix et le taux de rendement de l'obligation. Lorsque le taux de rendement augmente, le prix baisse et inversement (Mishkin, et Serletis, 2011) et cela à cause de l'augmentation du risque de défaut de l'émetteur<sup>12</sup>.

Les actionnaires, tout comme les obligataires aimeraient pouvoir être assurés que le comportement de l'entreprise au regard du risque financier ne leur fera pas perdre la valeur de leurs actions et de leurs obligations. Il y a fort à parier que les émetteurs et les investisseurs ne seraient pas si sensibles aux actions de surveillance du crédit si ces dernières n'influençaient pas les conditions d'emprunt et de marché. Les informations divulguées par les agences de notation, lors de placement d'un émetteur dans des systèmes de surveillance de crédit, peuvent aider les investisseurs à suivre l'évolution de la solvabilité des entreprises mises sous surveillance. Dans ce cas, les actions de surveillance de crédit peuvent entraîner des réactions sur les cours des actions durant la période précédant le déclassement et une réduction de la sous-performance des actions durant la période suivant le déclassement. Boot et al. (2006) suggèrent que les agences de notation sont beaucoup

---

<sup>11</sup> Les actions, les prêts hypothécaires, les obligations d'entreprise, les titres du gouvernement (obligations du gouvernement, obligations d'épargne, obligations municipale et provinciale, etc.), les prêts commerciaux bancaires, les prêts aux consommateurs, etc.

<sup>12</sup> Cela fait référence au risque qu'un émetteur ne soit plus en mesure de faire les paiements d'intérêt sur sa dette ou d'honorer le remboursement du capital à l'échéance.



plus susceptibles de placer une entreprise sur une courbe de déclassement de notation si celle-ci, ex ante, présentait un potentiel de récupération plus élevé suite à la détérioration du crédit; et que les actions de surveillance de crédit pouvaient servir de mécanisme de contrat implicite pour inciter les entreprises en attente à rétablir la qualité détériorée de leur crédit.

L'étude de l'effet de l'annonce d'une surveillance se réalise généralement à travers l'analyse des rendements anormaux<sup>13</sup>. L'intérêt de s'attarder sur les rendements anormaux est d'observer si l'annonce d'une surveillance apporte une nouvelle information sur le marché. Ce faisant, si les acteurs du marché considèrent qu'une surveillance apporte une nouvelle information sur l'entreprise, on devrait s'attendre à observer des rendements anormaux autour de la date de l'annonce. Dans le cas contraire, selon l'hypothèse d'efficience des marchés, l'information aurait déjà été intégrée par le marché et l'annonce n'apporterait aucune nouvelle information.

Nous abordons dans cette section l'impact d'une surveillance négative de crédit par les agences de notation sur la valeur marchande des obligations et sur les rendements boursiers, tels que rencontrés dans la littérature scientifique. L'effet positif d'une surveillance n'ayant que très peu d'influence sur les obligations, nous nous intéresserons uniquement à l'effet négatif d'une surveillance.

#### 1.5.1 Effet négatif sur le prix des obligations d'une mise sous surveillance

Katz (1974) fut le premier à observer le processus d'ajustement du prix d'une obligation pour un émetteur sous surveillance ayant subi un reclassement. Ce dernier a analysé les taux d'intérêt à maturité des obligations<sup>14</sup> face à l'annonce d'un changement de notation à la baisse sur une fenêtre mensuelle (-12, +5) et conclut que le marché obligataire n'anticipe pas le changement de notation puisque l'ajustement du prix de l'obligation s'opère après le changement de notation. Ce faisant, les investisseurs s'appuieraient principalement sur la décision de l'agence comme déterminant de la valeur des obligations. Selon Grier et Kartz (1976), plus la maturité de l'obligation est longue, plus forte sera la réaction du marché suite à l'annonce négative d'un changement de notation.

---

<sup>13</sup> L'arrivée la base de données TRACE a facilité d'accès à l'information a rendu possible le calcul des rendements anormaux journaliers des obligations et l'amélioration de la spécificité des tests. La loi TRACE 6120 a été approuvée par la SEC (Security and exchange commission) en janvier 2001.

<sup>14</sup> Plus précisément, Katz (1974) a comparé la différence entre le taux d'intérêt attendu de l'obligation pour son ancienne et sa nouvelle notation. Cette différence est considérée comme la « prime différentielle ».

Même si Weinstein (1977) détecte des rendements anormaux sur la fenêtre mensuelle (-19,-7) précédant l'annonce d'une baisse de notation, il n'observe, en revanche, pas de variation significative du prix des obligations au moment de l'annonce d'un changement de notation à la baisse.

Le caractère informationnel des surveillances a été étudié par Wansley et Clauret (1985). En observant les rendements obligataires autour de la date d'annonce d'une surveillance et au moment de la résolution de l'agence, ces derniers détectent des rendements obligataires anormaux négatifs dans le cas d'une surveillance négative. Cho et al. (2011) ont examiné les rendements anormaux quotidiens des obligations suite aux annonces de Moody's. Ces auteurs montrent que les rendements des obligations réagissent de manière significative aux annonces de surveillance négative, mais pas nécessairement aux changements de notation. Ces auteurs attribuent cet effet au fait que les surveillances contiendraient moins d'informations contaminées, ce qui entraînerait une plus grande variation du prix des obligations. Dans une étude conduite sur un échantillon de 188 changements de notation à la baisse sur la période allant de 2005 à 2007, May (2010) observe que l'annonce d'un déclassement a un effet négatif sur les prix des obligations. Cet auteur observe des rendements anormaux significatifs de l'ordre de -0,42% sur la fenêtre journalière (0, +1) et des rendements anormaux significatifs de l'ordre -0,56% pour les obligations appartenant à la catégorie spéculative. May (2010) observe que le marché ne semble pas incorporer immédiatement toute l'information véhiculée par l'annonce d'un déclassement puisque le prix des obligations continue de descendre de manière significative sur la période de 9 jours qui suivent les 2 jours entourant l'annonce d'un changement de notation.

#### 1.5.2 L'impact de la mise sous surveillance de crédit sur les rendements boursiers

Bien que les notations de crédit soient principalement destinées aux marchés obligataires, la difficulté d'accès aux données sur le prix des obligations avant 2002, a conduit beaucoup de chercheurs à se pencher sur l'effet indirect des activités de notation de crédit sur les rendements boursiers. Les activités de notation sont également réputées offrir de l'information supplémentaire aux actionnaires. Puisque les agences de notation ont accès à des données confidentielles dans leur évaluation, les notations ont pour effet de diminuer l'asymétrie entre les dirigeants et les

investisseurs. Ces derniers considéreront les notations lorsqu'ils souhaiteront évaluer le rendement des actions. Ainsi, un changement de notation ou une surveillance aura pour conséquence de faire varier les taux d'intérêt et affectera les rendements boursiers. De ce fait, nous aborderons l'effet d'une surveillance négative sur le marché.

Pinches et Singleton (1978) observent des rendements anormaux négatifs avant l'annonce d'un changement de notation à la baisse, dans un environnement de surveillance. Griffin et Sanvicente (1982), Holthausen et Leftwich (1986), Wansley et Clauretje (1985), Hand et al. (1992) et May (2010) observent des rendements anormaux significatifs au moment de l'annonce d'un déclasserment et Pinches et Singleton (1978) et Followill et Martell (1997) n'observent, pour leur part, aucune variation dans le prix du titre au moment de l'annonce d'un changement de notation. Dichev et Piotroski (2001) observent également des rendements anormaux négatifs au cours de l'année suivant le déclasserment. Holthausen et Leftwich (1986), Wansley et Clauretje (1985) et Followill et Martell (1997) observent aussi une variation du prix du marché au moment de l'annonce d'une surveillance négative.

Holthausen et Leftwich (1986) ont étudié les rendements boursiers anormaux des firmes faisant l'objet d'une surveillance et montrent qu'au moment de l'annonce de la surveillance, les rendements anormaux pour les échantillons « non contaminés » et « contaminés » sont respectivement de l'ordre de -1.47% et -1.28% indiquant que l'annonce d'une mise sous surveillance a un effet négatif sur les rendements boursiers, et ce, même si les observations contaminées sont exclues de l'échantillon. Les auteurs qualifient les observations de « contaminées » lorsque des divulgations concomitantes ont lieu pendant la période entourant la date de publication du communiqué de presse et de « non contaminées » lorsqu'aucune autre annonce liée à l'événement n'a précédé celle-ci. Wansley et Clauretje (1985) observent également des rendements anormaux négatifs des actions autour de la date d'annonce d'une surveillance négative et au moment de la résolution de l'agence dans le cas où celle-ci est également négative. Goh et al. (1993) vont plus loin en distinguant les révisions des notations de crédit à la baisse résultant d'une détérioration des perspectives financières de l'entreprise de celles résultant d'une augmentation de l'endettement et constatent que les premières ont des conséquences négatives pour les actionnaires, tandis que les secondes ont des conséquences plutôt positives.

Dichev et Piotroski (2001) ont étudié l'impact d'un changement de notation des obligations sur les rendements anormaux boursiers à long terme en utilisant la méthode dite du BHAR (« buy and hold ») et observent des rendements anormaux négatifs d'une magnitude de l'ordre de 10 à 14% dans la première année suivant une baisse de notation. Cette sous-performance est plus prononcée pour les petites entreprises présentant une pauvre qualité de crédit.

Comme on peut le constater, les obligataires et les actionnaires s'appuient sur les notations pour prendre des décisions d'investissement. Les résultats des recherches sur l'effet des surveillances concluent à des impacts significatifs sur le coût de la dette ou le rendement boursier des actions (Holthausen et Leftwich, 1986; Hand et al., 1992 et Goh et Ederington, 1993) signifiant que l'annonce d'une surveillance amène de nouvelles informations sur le marché. Liu et Sun (2017) par exemple, constatent que certains émetteurs déclassés alors que placés sous surveillance du crédit avant les déclassements, accusaient un effet de déclassement considérablement réduit grâce à la surveillance. En général, deux effets distincts des surveillances sont identifiés, d'un côté « l'effet de révélation anticipée » et « l'effet de recouvrement », de l'autre (Liu et Sun, 2017). Le premier effet serait la conséquence de la capacité d'anticipation inhérente à l'efficacité du marché. Alors que l'effet de recouvrement serait la conséquence de la discipline induite par la surveillance et qui augmenterait les chances de reprise à long terme de l'émetteur rétrogradé. Les émetteurs sujets à une rétrogradation sous surveillance présentent de meilleures chances d'amélioration en termes de rentabilité opérationnelle, d'effet de levier financier et de risque de défaillance global (Liu et Sun, 2017). En somme, ils sont moins susceptibles d'être dégradés davantage dans le futur, comparativement à des émetteurs dégradés sans surveillance.

La littérature financière portant sur les surveillances de crédit montre que le marché réagit à l'annonce d'une surveillance ou d'un changement de notation, signe que les notations amènent de nouvelles informations sur le marché. L'étude des surveillances de crédit est donc cruciale en raison de leur rôle central dans l'évaluation des risques financiers et de la stabilité des marchés financiers. Cependant, bien que l'évaluation des notations repose en grande partie sur des données comptables, les surveillances ont très peu été étudiées sous cet angle. Une analyse approfondie des certaines mesures impliquant des données comptables, sur la période de surveillance, contribuerait à

améliorer notre compréhension du processus d'évaluation et la transparence des notations sur le marché.

## 1.6 Conclusion

Ce chapitre avait pour objectif de présenter les notations, les mises sous surveillance et les perspectives de crédit. Les agences de notation ont pour rôle l'attribution et le suivi des notations. Leur évaluation est principalement basée sur une analyse de ratios, lesquels sont calculés à partir de données comptables contenues dans les états financiers et d'informations confidentielles fournies par l'entreprise. Le processus d'attribution d'une notation s'enclenche à la suite d'une demande de notation initiale (ou par initiative de l'agence, dans le cas d'une notation non sollicitée) et se conclut par son suivi, en passant par son octroi. Les agences de notation utilisent les CW et les OL afin d'indiquer au marché la direction d'un possible changement de notation. Une agence attribuera un CW à une notation en cas de survenance d'évènements non prévus, susceptibles d'avoir un impact sur le profil de crédit de l'émetteur. Parmi ces évènements, notons les fusions ou acquisitions, les scissions ou une modification du cadre réglementaire. La durée moyenne d'un CW est de 90 jours. Une agence attribuera un OL à une notation lorsque l'impact de certains facteurs sur l'entreprise n'est pas déterminable au moment de revoir la notation. Parmi ces évènements, notons un changement au niveau de la dynamique de l'industrie, des conditions de la firme, de possibles changements au niveau des décisions stratégiques de l'entreprise et de l'impact des facteurs susmentionnés sur le profil de risque financier de l'entreprise en question. Les OL sont généralement applicables sur une période de six mois à deux ans. Les CW, tout comme les OL, sont émis avec une implication positive, négative ou stable. Au terme de cette période, l'agence rend sa décision. Les surveillances de crédit fournissent aux investisseurs des indications sur l'évolution de la stabilité financière des entreprises soumises à cette surveillance. Dans cette situation, les surveillances de crédit peuvent avoir des répercussions sur le coût des obligations ou sur la valeur boursière des actions (Holthausen et Leftwich, 1986; Hand et al., 1992 et Goh et Ederington, 1993) à l'annonce d'une surveillance négative et/ou au moment de l'annonce d'un abaissement de la notation, signifiant que les surveillances apportent de nouvelles informations au marché.

En somme, les conséquences d'une baisse de notation sont nombreuses et la surveillance offre à l'émetteur une chance d'améliorer sa situation avant que l'agence ne rende sa décision. Bien qu'une notation soit principalement basée sur des données comptables, les agences tiendront également compte de la gouvernance dans leur évaluation. L'étude de la gestion des bénéficiaires, de la gouvernance et leur influence sur l'issue de la surveillance sont cruciales pour améliorer la transparence des notations sur le marché. Bien que les surveillances de crédit fassent l'objet d'une littérature abondante dans le domaine de la finance, il existe très peu d'études sur le sujet en comptabilité.

Dans les prochains chapitres, nous observerons les différentes mesures prises par les émetteurs sur la période de surveillance souhaitant ainsi éviter une baisse de notation. Les prochains chapitres s'articulent comme suit: le Chapitre 2 fait le lien entre la gestion des bénéficiaires et la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance négative de crédit. Le Chapitre 3 s'intéresse au lien entre l'amélioration des pratiques de gouvernance et la résolution de l'agence pour les firmes placées sous surveillance négative de crédit et le Chapitre 4 observe la relation entre la gestion des bénéficiaires, la gouvernance et la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance négative de crédit.

## CHAPITRE 2

### GESTION DES BÉNÉFICES, MISES SOUS SURVEILLANCE ET PERSPECTIVES DE CRÉDIT

#### 2.1 Introduction

Cet article a pour objectif l'étude du lien qui pourrait exister entre la gestion des bénéfices et les actions de surveillance du crédit. Les agences de notation de crédit utilisent les actions de mises sous surveillance (CW) et de perspectives de crédit (OL) pour indiquer au marché la direction probable d'un changement de notation. Les actions de surveillance permettent à un émetteur de réagir et de fournir des efforts visant à améliorer sa situation sur la période de surveillance. Au terme de la période de surveillance, l'agence de notation rend habituellement sa décision qui se traduit généralement, soit par la conservation (notation inchangée), l'abaissement ou l'augmentation de la notation initiale. Dans cet article, nous nous référerons au terme « surveillance » pour désigner à la fois les surveillances de types CW et OL.

Les actions de surveillance de crédit sont d'une importance capitale pour les investisseurs puisque ces derniers se fieront aux évaluations produites par les agences pour prendre des décisions en matière d'investissement et pour la gestion de leur portefeuille. Une surveillance mal exécutée viendrait affecter la stabilité des marchés. L'histoire a montré les conséquences dévastatrices induites par une mauvaise surveillance ou un manque de justesse au niveau des notations. Nous avons qu'à penser à la crise financière de 2008 ou la faillite d'Enron par exemple. Une surveillance plus rigoureuse aurait pu mener à des dégradations plus précoces et atténuer les pertes subies par les investisseurs.

Si les notations de crédit en général, font l'objet d'une littérature exhaustive, les actions de surveillance du crédit ont reçu, elles, beaucoup moins d'attention dans la littérature. Les études portant sur les surveillances de crédit se sont principalement intéressées à leur caractère informationnel (Wansley et Clauretje, 1985), au processus d'ajustement du prix des obligations (Katz, 1974) et au rendement financier des actions et des obligations (Holthausen et Leftwich, 1986). En somme, l'objectif de ces études visait surtout à valider l'hypothèse d'efficience des marchés. L'étude de Poon et Shen (2020) représente la première à s'intéresser au rôle informationnel des actions de surveillance. Ces auteurs observent que les affectations CW, tout comme les OL, peuvent fournir des informations importantes au marché, aider à prévoir le risque de défaut et induire des efforts de recouvrement. L'intérêt d'étudier les surveillances CW et OL est de deux ordres. D'une part, l'importance des notations pour les investisseurs et les autres acteurs du marché et leur influence sur les marchés des valeurs mobilières sont considérables (Holthausen et Leftwich, 1986 et Ederington et Goh, 1998). Les informations divulguées par les agences de notation diminuent l'asymétrie de l'information entre l'émetteur et les investisseurs et les aident à suivre l'évolution de la solvabilité des entreprises mises sous surveillance. Il importe de mieux comprendre ces mécanismes de surveillance. D'autre part, l'abaissement d'une notation affectera l'accès d'un émetteur au capital, la structure des transactions et la capacité des fiduciaires et autres à effectuer des investissements particuliers (SEC, 2003) et aura des conséquences sur le marché. Les CW et les OL ont pour effet d'améliorer la stabilité des notations en accordant une chance à l'entreprise d'améliorer la qualité de son crédit sur cette période de surveillance avant que l'agence de notation ne rende sa décision. À cet effet, Poon et Shen (2020) observent que les CW et les OL pourraient induire les entreprises à prendre des mesures correctives pour répondre aux préoccupations des agences de notation et ainsi améliorer la qualité de leur crédit afin d'éviter l'abaissement de leur notation. Compte tenu des nombreux incitatifs pour l'émetteur à éviter un abaissement de sa notation et du fait que l'émetteur connaît tout naturellement mieux la situation réelle de son entreprise que le marché et l'agence tenue de l'évaluer, nous observerons si les entreprises ont tendance à prendre des mesures correctives sur la période de surveillance (CW et OL) dans l'espoir d'éviter un abaissement de la notation.

Un moyen, bien documenté dans la littérature, de donner l'apparence d'une meilleure performance est la gestion des bénéfices. À cet effet, Hill et al. (2019), Liu et al. (2018) et Zhao (2017), dans



des études concordantes, ont montré que la pratique de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance CW favoriserait les chances d'un émetteur de se voir accorder une résolution favorable au terme de la surveillance. Liu et al. (2018) observent cependant que la gestion des bénéfices n'améliore pas la qualité du crédit de l'émetteur et montrent que les émetteurs sous surveillance CW s'étant prévalus de la gestion des bénéfices sur cette période sous-performent l'année suivante. Ces auteurs observent que les agences de notation pourraient ne pas toujours se rendre compte des stratégies de gestion des bénéfices visant à améliorer l'apparence des données comptables. La littérature est encore muette quant à l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL. Les CW et les OL étant des actions similaires, nous croyons que la pratique de la gestion des bénéfices des firmes sous OL pourrait également exercer une influence sur la résolution de l'agence. Ce faisant, à la différence de Hill et al. (2019), Liu et al. (2018) et Zhao (2017), nous analyserons, dans cette recherche, à la fois les surveillances CW et OL.

Notre étude est basée sur un échantillon de 667 et 437 firmes américaines placées respectivement sous surveillance de crédit CW et OL par l'agence Standard and Poor's sur la période allant de 2005 à 2019. Les modèles de Jones (1991) modifié et de Rowchowdhury (2006) ont respectivement été utilisés comme proxy pour la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et la gestion réelle des bénéfices. Les firmes de notre échantillon ont ensuite été jumelées à des firmes présentant des caractéristiques similaires, afin de contrôler pour la performance telle que suggérée par Kothari et al. (2005). Nos résultats suggèrent une préférence marquée des firmes sous surveillance CW et OL pour la gestion réelle des résultats, cette dernière forme de gestion des bénéfices étant plus difficilement détectable comparativement à la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires. Également, nos résultats montrent que les firmes placées sous surveillance CW pourraient être en mesure d'éviter un abaissement de leur notation par la pratique d'une gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, de même que par l'accord de termes de crédit favorables et par une réduction des dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance, mesures associées à une gestion réelle des bénéfices. Pour les entreprises placées sous surveillance OL, la gestion des bénéfices ne permettrait pas à l'émetteur de conserver sa notation au terme de la surveillance. En somme, nos résultats suggèrent que les firmes placées sous surveillance négative de crédit ont tendance à user de stratégies visant à modifier la

présentation des données financières et à jouer sur la perception des agences de notation sur la période de surveillance.

Cet article présente plusieurs contributions importantes. En permettant une meilleure compréhension du lien qui pourrait exister entre les surveillances de crédit et la gestion des bénéfices, cette recherche répond à l'appel de Poon et Shen (2020) afin de combler le manque de recherches sur les OL dans la littérature. Dans le domaine de la finance, ces deux types de surveillance (CW et OL) ont souvent été étudiés conjointement (Hull et al., 2004; Binici et al., 2018 et Agarwal et al., 2016). À notre connaissance, les OL n'avaient encore jamais été abordés d'un point de vue comptable par l'étude de la gestion des bénéfices. Notre étude diffère de celles de Hill et al. (2019), Liu et al. (2018) et Zhao (2017) qui ont, à leur tour, analysé le lien entre les CW et la notation, mais qui n'ont pas traité des surveillances OL. Notre recherche contribue aussi à la littérature en montrant que, bien que ces deux types d'actions de surveillance (CW et OL) présentent des similitudes dans leur forme, les agences de notation accordent des traitements différents aux émetteurs selon, d'une part, le type de gestion des bénéfices pratiqué, et de l'autre, le type de surveillance (CW ou OL). Cette observation indique que les agences tiennent compte de ces facteurs dans leur évaluation du risque de crédit et dans leurs décisions de résolution et souligne l'importance de tenir compte à la fois des surveillances CW et des surveillances OL dans les recherches portant sur la surveillance de crédit. De plus, malgré la récente parution des études de Hill et al. (2019), Liu et al. (2018) et Zhao (2017), les analyses conduites par ces auteurs portaient sur des échantillons de données antérieures à 2011 alors que la nôtre porte sur des données récentes. Les scandales financiers des dernières décennies ainsi que les régulations mises en place afin d'améliorer la transparence au sein de l'industrie des notations ont impacté le comportement des agences de notation à divers niveaux (Wolfson et Crawford, 2010 et Boylan, 2012). L'environnement financier étant en constante évolution, le caractère récent des données analysées dans cette étude permettra de contribuer aux discussions continues de l'industrie des notations de crédit et à l'élaboration de politiques plus efficaces. Enfin, cette étude met garde contre les pratiques de gestion des bénéfices qui pourraient fausser l'évaluation des notations afin de maintenir la crédibilité de l'industrie des notations de crédit. Cette compréhension de l'influence de la gestion des bénéfices sur l'issue d'une surveillance est essentielle pour les entreprises

cherchant à maintenir ou à améliorer leur notation de crédit, ainsi que pour les investisseurs et les agences de notation qui cherchent à évaluer et à gérer le risque de crédit.

La suite du chapitre est organisée comme suit; la section 2 sera consacrée à la description des CW et des OL. Dans la section 3, nous exposerons le cadre théorique de l'étude, présenterons les études ayant fait le lien entre la gestion des bénéfices et les notations de crédit, puis nous formulerons nos hypothèses. Nous décrirons la méthodologie à la section 4 et présenterons les résultats de notre étude à la section 5, pour finalement conclure à la section 6.

## 2.2 Les mises sous surveillances et les perspectives de crédit

Moody's publie la « Watchlist »<sup>16</sup> depuis 1985, mais ce n'est qu'à partir de 1991 que les mises sous surveillance furent considérées comme des actions formelles. Les CW et les OL n'ont cessé de gagner en importance depuis leur institution. Les émetteurs sous surveillance de crédit sont dits placés sur la « Watchlist » ou « On Watch »<sup>17</sup> (Moody's, 2009). La liste de surveillance a été conçue afin de mettre en garde les investisseurs quant à la possibilité de changement de la qualité d'une obligation ou d'un débiteur. Moody's considère cette dernière comme un indicateur important des changements pouvant affecter les notations de crédit (Moody's, 1998).

Les notations représentent le risque de défaut de paiement d'un émetteur sur sa dette alors que les surveillances de crédit (CW) et les perspectives de crédit (OL) sont des opinions divulguées publiquement concernant la probabilité d'un changement de notation. Ainsi, si la situation d'un émetteur est stable, sa notation restera inchangée. Dans le cas d'un suivi de la notation avec problème, plusieurs choix s'offrent à l'agence. Elle peut décider d'abaisser ou augmenter directement la notation, de publier un OL (positif, négatif ou stable) ou de placer l'émetteur sous CW (positif, négatif ou en développement).

---

<sup>16</sup> « Watchlist » est le terme anglais signifiant « liste de surveillance » en français, employé par l'agence Moody's pour désigner une notations/émetteurs placés sur une liste de surveillance de crédit.

<sup>17</sup> « On Watch » est le terme anglais signifiant « sous surveillance » en français, employé par l'agence Moody's pour désigner une notations/émetteurs placés sous surveillance de crédit.

Les émetteurs peuvent être placés sous surveillance CW lorsqu'un événement imprévu ou une déviation par rapport à une tendance attendue survient et que l'agence estime avoir besoin d'informations supplémentaires avant d'apporter une possible modification à la notation (Standard and Poor's, 2013). Le statut de CW s'étend généralement sur une période allant jusqu'à 90 jours. La surveillance CW pourra être prolongée si l'événement en question est toujours en attente ou que des informations supplémentaires sont nécessaires avant que l'agence ne puisse rendre sa décision. Les émetteurs de notations à long terme peuvent également être assortis d'un OL. Les OL couvrent une période plus longue que pour les CW et la surveillance s'étend généralement sur une durée allant jusqu'à deux ans pour les notations appartenant à la catégorie investissement et un an pour celles appartenant à la catégorie spéculative. Les OL peuvent intégrer des tendances ou des développements qui, selon l'agence, ont des implications moins certaines sur la qualité de crédit que les CW (Standard and Poor's, 2013). Les OL présentent l'opinion de l'agence de notation sur d'éventuels changements au niveau de la qualité de crédit de l'émetteur sans se concentrer sur des événements spécifiques à court terme (Standard and Poor's, 2013). Au terme de la période de surveillance, l'agence rend habituellement sa décision, et la diffuse publiquement. Il est à noter que cette étude concerne uniquement l'analyse des CW et OL ayant des implications négatives. Ce choix est justifié par le faible mouvement des CW et OL ayant des implications positives. En d'autres mots, la probabilité d'une augmentation de la notation est très faible pour les surveillances positives.

Comme nous avons pu le constater, outre les changements directs de notation, les agences peuvent utiliser les CW et les OL pour signaler leur opinion aux investisseurs et autres parties prenantes quant à la probabilité d'un changement au niveau de la qualité de crédit d'un émetteur. L'abaissement de la notation pouvant être lourde de conséquences sur l'émetteur, ce dernier tentera, au mieux, de répondre aux inquiétudes de l'agence tenue de l'évaluer. De ce fait, Chung et al. (2012) et Poon et Shen (2020) observent que la majorité des émetteurs sous surveillance prendront des mesures correctives sur la période de placement afin de tenter de répondre aux préoccupations des agences de notation et ainsi améliorer la qualité de leur crédit (Chung et al., 2012). À cet effet, Chung et al. (2012) soulèvent quatre types d'actions, soient :

- les actions qui réduisent le risque financier de l'émetteur;

- les actions qui améliorent le résultat opérationnel et le profil de liquidité de l'émetteur;
- les actions qui résolvent les problèmes comptables de l'émetteur et
- les déclarations publiques relatives à l'intention de l'émetteur de résoudre les problèmes soulevés par l'agence.

Nous présenterons dans la prochaine section les fondements théoriques de l'étude.

### 2.3 Cadre théorique

La théorie positive a été formulée par Watts et Zimmerman en 1978. Elle a pour objectif de prédire et d'expliquer les pratiques comptables des entreprises, ainsi que la réaction de ces dernières face aux nouvelles normes comptables. Elle suppose que les dirigeants sont rationnels et qu'ils choisiront des méthodes comptables aptes à maximiser leurs intérêts personnels. Les méthodes comptables que choisissent les dirigeants ne sont donc pas nécessairement les meilleures pour les actionnaires et les obligataires de l'entreprise. De ce fait, il est dit des dirigeants qui choisissent des méthodes comptables dans leur propre intérêt et aux dépens des actionnaires et des bailleurs de fonds, qu'ils se comportent de façon opportuniste (Watts et Zimmerman, 1978). Cet opportunisme se manifeste généralement sous la forme de ce qu'on appelle la gestion des bénéfices. À la différence de la manipulation frauduleuse des données comptables, la gestion des bénéfices est permise et rendue possible grâce à la latitude offerte par les normes comptables.

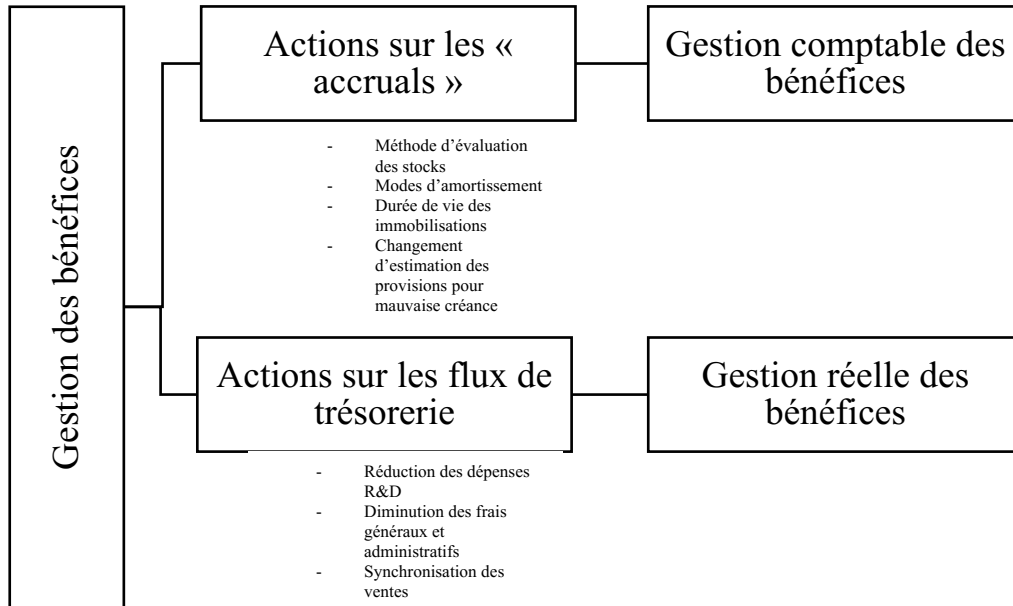
La théorie positive de la comptabilité s'articule autour de trois hypothèses :

- la rémunération du gestionnaire : la théorie prédit que les gestionnaires qui reçoivent une rémunération basée sur la performance de la firme seront plus susceptibles de faire des choix comptables qui modifient à la hausse le bénéfice afin d'augmenter leur bonus ;
- les clauses restrictives : une entreprise qui est sur le point de violer une clause restrictive sera plus encline à s'engager dans des manipulations ayant pour effet d'augmenter le résultat de la période en cours afin de minimiser les contraintes;
- les coûts politiques : plus les coûts politiques auxquels l'entreprise est confrontée sont élevés, plus l'entreprise s'engagera dans des procédures de manipulation du bénéfice à la baisse afin de diminuer ces coûts.

La gestion des bénéfices peut revêtir deux formes : la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires et la gestion réelle des bénéfices. La première consiste à utiliser le jugement professionnel dans les choix des méthodes comptables afin d'altérer le résultat comptable et ainsi souhaiter agir sur la perception des utilisateurs des états financiers (Healy et Wahlen, 1999). Ainsi, un émetteur peut, par exemple, jouer sur les provisions pour créances douteuses (Anandarajan et al., 2007), sur les coûts des garanties (Cohen et al., 2008) ou sur la valeur des inventaires (Dechow et al., 2012), afin d'entraîner un impact positif ou négatif sur le résultat comptable. Certains mécanismes de gestion des bénéfices sont plus visibles, tels que les changements de méthodes comptables ou le changement de l'échéancier de capitalisation, alors que d'autres s'avèrent difficiles à interpréter (Schipper, 1989).

La seconde forme de gestion des bénéfices s'exerce, quant à elle, à travers des décisions liées à l'exploitation de l'entreprise. Roychowdhury (2006) définit la gestion réelle des bénéfices comme une déviation aux pratiques opérationnelles normales, motivée par le désir des dirigeants d'induire en erreur certaines parties prenantes, en leur faisant croire que certains objectifs financiers ont été atteints dans le cours normal des opérations. La gestion réelle des bénéfices peut réduire la valeur de l'entreprise, car les mesures prises au cours de la période pour augmenter les résultats peuvent avoir un impact négatif sur les flux de trésorerie des périodes futures (Roychowdhury, 2006). À titre d'exemple, une entreprise pourrait décider de vendre une immobilisation si elle sait que cette dernière lui rapportera un gain (Bartov, 1993). Ce gain aura pour effet de faire augmenter le résultat de la période. Or, il est difficile de connaître l'intention des dirigeants derrière ce type d'opération et la vente d'une immobilisation peut avoir des impacts sur la capacité future de l'entreprise à générer des flux de trésorerie. La Figure 2.1 résume les principales caractéristiques associées à la pratique de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et à celle de la gestion réelle des bénéfices.

Figure 2.1 Pratique de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires versus la gestion réelle des bénéfices



Les états financiers et plus particulièrement l'état des résultats offrent de l'information qui doit être utile pour les investisseurs. L'évaluation conduite par les agences de notation est basée sur une analyse de ratios, lesquels sont calculés à partir des données comptables tirées des états financiers. Un ratio exprime la relation proportionnelle entre différents montants des états financiers. Bon nombre de ces ratios s'appuient sur le résultat net ou sur le résultat net ajusté dans leur calcul. De ce fait, la notation de crédit et donc sa surveillance, est fonction de la qualité des chiffres comptables.

Dans la prochaine section, nous présenterons les articles qui ont fait le lien entre la gestion des bénéfices et les notations de crédit, la surveillance de crédit et la résolution subséquente de l'agence de notation.

## 2.4 Revue de la littérature

Les études portant sur les notations de crédit font l'objet d'une littérature abondante et se sont principalement intéressées au caractère informationnel des notations (Wansley et Clauretje, 1985), au processus d'ajustement du prix des obligations (Katz, 1974), au rendement financier des actions et des obligations (Holthausen et Leftwich, 1986) et à l'impact de la gestion des bénéfices sur la cote de crédit (Shen et Huang, 2013; Alissa et al., 2013; Jung et al., 2013; Carter, 2015; Zhao, 2017; Iatridis, 2018; Liu et al., 2018 et Hill et al., 2019).

La plupart des études ayant fait le lien entre la gestion des bénéfices et la notation de crédit portent sur les changements simples (des changements qui ne passent pas par un CW/OL) de notation et non sur les impacts des surveillances CW/OL sur ladite notation. Seules les études de Hill et al. (2019), Zhao (2017) et Liu et al. (2018) ont considéré les surveillances CW, sans pour autant étudier les surveillances OL, dans leurs travaux.

Les actions de surveillance CW et OL contribuent au maintien de la stabilité des notations en fournissant des informations ponctuelles au marché (Keenan et al., 1998). En examinant le contenu informationnel, le risque de crédit et l'effort de recouvrement associés aux OL, Poon et Shen (2020) constatent que les surveillances OL, tout comme les CW, contiennent des informations importantes et sont associées de manière significative à la solvabilité. Conséquemment, il est logique de présumer que de telles actions de surveillance pourraient avoir un impact sur le verdict des agences concernant la notation des entreprises qui y sont soumises.

Bon nombre d'études ont fait le lien entre la gestion des bénéfices et la cote de crédit (Shen et Huang, 2013; Alissa et al., 2013; Jung et al., 2013; Carter, 2015; Zhao, 2017; Iatridis, 2018; Liu et al., 2018 et Hill et al., 2019). Dans cette perspective, Shen et Huang (2013) ont examiné l'influence de la gestion des bénéfices sur la cote de crédit des institutions bancaires. En étudiant des données provenant de 85 pays, ces auteurs concluent que les agences de notation seraient plutôt portées à diminuer la cote de crédit de ces dernières lorsqu'elles perçoivent qu'une banque aurait fait usage d'une pratique de gestion des bénéfices. Or, pour les pays dotés d'une forte régulation du secteur bancaire, les agences de notation considèrent que les états financiers sont fiables et seraient alors moins préoccupées par la gestion des bénéfices.



Jung et al. (2013) ont analysé la propension des gestionnaires à vouloir altérer la perception des agences de notation concernant le risque de crédit par la pratique de la gestion du bénéfice à long terme. La volatilité du résultat étant un facteur clé dans l'évaluation du risque de crédit par les agences, ces auteurs suggèrent que cette situation pourrait créer un incitatif pour les gestionnaires à se prévaloir de la latitude offerte par les lois comptables et pratiquer de la gestion du bénéfice dans le but de réduire la volatilité du résultat, afin d'améliorer ou de maintenir une certaine cote de crédit. Leurs résultats montrent une relation positive entre la gestion des bénéfices et la probabilité d'une hausse subséquente de la notation de crédit pour les émetteurs dont la notation se situe dans le cran supérieur de la catégorie (AA+, BB+, CC+). Bien que les firmes dont la notation se situe dans le cran inférieur (AA-, BB-, CC-) de la catégorie et dans le milieu (AA, BB, CC) de la catégorie soient réputées avoir des incitatifs similaires, Jung et al. (2013) n'observent pas d'augmentation significative de la gestion des bénéfices pour ces entreprises.

Alissa et al. (2013) corroborent les résultats de Jung et al. (2013) en montrant que les entreprises qui déviaient de la notation attendue étaient portées à s'engager dans des stratégies de gestion des bénéfices. Ces auteurs observent également que les firmes qui se situent en dessous (au-dessus) de la notation attendue sont en mesure d'atteindre le seuil désiré par la gestion du bénéfice.

Les résultats de l'étude de Iatridis (2018) montrent que les entreprises ont également tendance à s'engager dans des stratégies de manipulation des bénéfices lorsque leur cote de crédit a subi un abaissement et que l'entreprise souhaite retrouver sa notation initiale.

L'existence d'une relation conjointe entre la loi Sarbanes-Oxley (SOX), la gestion des bénéfices et la cote de crédit a été étudiée par Carter (2015). Ce dernier constate qu'une diminution (augmentation) des « accruals » discrétionnaires sur la période d'application de la loi Sarbanes-Oxley serait positivement associée à une notation de crédit à court terme plus élevée (basse). Carter (2015) n'observe cependant pas de lien entre la loi SOX, la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et la notation de crédit à long terme. La surveillance accrue en contexte de changement de réglementation pourrait expliquer la préférence des entreprises pour la gestion réelle des bénéfices plutôt que pour la gestion des bénéfices basée sur les « accruals ». Mali et Jong-Seo (2016), lors d'une étude conduite en milieu coréen sur la période allant de 2002 à 2013,

ont analysé si la gestion des bénéfices pouvait influencer la notation de crédit d'une entreprise dans les périodes subséquentes.

En somme, les conclusions de ces études semblent indiquer que les agences de notation ne seraient pas toujours en mesure de détecter la pratique de gestion des bénéfices chez les émetteurs, créant ainsi une opportunité pour ces derniers de s'en prévaloir. Les conclusions varient selon les incitatifs, la situation géographique et le type d'institution étudié.

Parmi les études traitant spécifiquement de la relation entre les surveillances de crédit et la gestion des bénéfices, Hill et al. (2019), Liu et al. (2018) et Zhao (2017) ont analysé l'impact de la gestion des bénéfices sur la cote de crédit des entreprises sous surveillance CW. Ces derniers n'ont cependant pas étudié les surveillances OL, seuls les CW ont été considérés. Ainsi, Zhao (2017) a vérifié si les émetteurs sous surveillance manipulent leurs bénéfices à la hausse et si cela leur permettait d'influencer favorablement la résolution de l'agence de notation. Dans une étude conduite sur un échantillon de 653 firmes américaines placées sous CW par l'agence Standard and Poor's entre 1988 et 2007, ce chercheur a analysé deux types de gestion des bénéfices soient, la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires et la gestion réelle des résultats. Il observe que les agences de notation pourraient être flouées par la gestion des bénéfices. De manière plus précise, un modèle logistique est appliqué aux données de l'échantillon de firmes sur la liste de surveillance pour analyser l'association entre la variation de la gestion des bénéfices et la résolution de l'agence. L'auteur conclut que la gestion des bénéfices sur la période de surveillance augmente les chances de recevoir une résolution positive.

Liu et al. (2018) et Hill et al. (2019) corroborent les résultats de Zhao (2017) et observent que les « accruals » discrétionnaires des émetteurs sous surveillance sont significativement supérieurs au niveau des « accruals » discrétionnaires avant la mise sous surveillance, et ce après avoir contrôlé pour le renversement des « accruals ». Ainsi, en analysant un échantillon de 458 firmes américaines placées sous surveillance par l'agence Moody's entre 1992 et 2006, Liu et al. (2018) constatent que la gestion des bénéfices augmente considérablement la probabilité d'obtenir une résolution favorable de l'agence. Plus précisément, les émetteurs qui se situent dans le quartile supérieur de la distribution des « accruals » discrétionnaires seraient 24% moins susceptibles de se faire

rétrograder que ceux se trouvant dans le quartile inférieur. Toutefois, la gestion des bénéfices n'améliore pas la qualité du crédit. Ces chercheurs constatent que les émetteurs qui obtiennent une résolution favorable grâce à la manipulation des résultats sous-performent l'année suivante en comparaison aux émetteurs n'ayant pas adopté une telle stratégie.

Liu et al. (2018) observent également que la propension des gestionnaires à la gestion des bénéfices dépend des incitatifs à éviter une baisse de notation et de la force de la surveillance externe, mesurée par l'appartenance à un cabinet d'audit faisant partie du Big 4 et par le nombre d'analystes suivant l'entreprise.

En somme, ces études tendent à montrer que les dirigeants pourraient être en mesure d'affecter positivement la perception des agences de notation par la gestion des bénéfices. Nous présenterons dans la section suivante les hypothèses de recherche.

## 2.5 Développement des hypothèses

Les dirigeants peuvent être incités à gérer les résultats comptables afin de modifier la perception du marché financier et des agences de notation, souhaitant ainsi être en mesure d'éviter les conséquences négatives d'un changement de notation. La réévaluation à la baisse d'une notation de crédit n'est pas sans conséquence pour l'émetteur. Le risque de défaut de paiement étant plus élevé, cette situation entraînera une augmentation du taux d'intérêt sur la dette pour l'entreprise qui la contracte. Cette dernière devra à l'avenir défrayer plus de frais pour couvrir la charge d'intérêt sur sa dette, ce qui impactera son bénéfice. La réévaluation à la baisse d'une notation de crédit affectera aussi le cours de l'action. De ce point de vue, certaines recherches empiriques soutiennent que les cours boursiers réagissent à l'annonce d'une notation initiale (Poon et Chan, 2008 et Nayar et Rozeff, 1994), comme ils réagissent aux changements des notations existantes (Jorion et al., 2005 et Dichev et Piotroski, 2001). Dans une telle perspective, la crainte de déclassement de notation constitue un incitatif sérieux à la manipulation du résultat comptable à la hausse. Ainsi, nous formulons les hypothèses suivantes :

*H1 : Les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL procèdent à une gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires.*

*H2 : Les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL procèdent à une gestion à la hausse des bénéfices au moyen d'une gestion réelle des bénéfices.*

Les agences de notation de crédit ont intérêt à produire des évaluations précises afin de préserver leur réputation. Toutefois, leur analyse n'est pas sans faille. Malgré cet incitatif, et en raison des caractéristiques institutionnelles (barrière à l'entrée, modèle d'émetteur payeur, conflits d'intérêts, modèle d'évaluation, jugement, etc.) inhérentes à l'industrie des notations de crédit (Bolton et al., 2012), la qualité des notations de crédit reste discutable. Les agences de notation, bien que considérées comme des utilisateurs sophistiqués de l'information financière, pourraient ne pas toujours se rendre compte de la stratégie de gestion des bénéfices employée par l'entreprise sur la période de surveillance. Il n'est donc pas aisé de savoir dans quelle mesure et à quel point les agences de notation sont capables de la détecter et comment cela affectera leur opinion. Ainsi, nous formulons les hypothèses suivantes :

*H3 : Les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL sont en mesure d'affecter positivement la résolution de l'agence par la gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires.*

*H4 : Les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL sont en mesure d'affecter positivement la résolution de l'agence par la gestion à la hausse des bénéfices au moyen de la gestion réelle des bénéfices.*

Il convient, dans la prochaine section, de présenter notre échantillon et la méthodologie relative au calcul de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et d'une gestion réelle des bénéfices pour les entreprises placées sous surveillance négative de crédit.

## 2.6 Échantillon et méthodologie

Nous présenterons dans cette section notre échantillon et les modèles de calcul de la gestion des bénéfices.

### 2.6.1 Échantillon

L'étude porte sur les entreprises américaines placées sous surveillance (CW) ou perspective (OL) de crédit par l'agence Standard and Poor's<sup>18</sup> sur la période allant de 2005 à 2019. Les données relatives aux CW et aux OL ont été collectées à partir de la base de données EIKON de Refinitiv. Les données comptables sont tirées de la base de données Compustat (Compustat Annual Industrial And Research Files). Notre échantillon porte sur les entreprises américaines pour lesquelles les données relatives au calcul de la gestion des bénéfices et aux variables de contrôle sont disponibles. Conformément à ce qui s'est fait dans la littérature, nous avons exclu de notre échantillon les institutions financières (SIC codes 6000-6999), car elles sont sujettes à des règles comptables et de présentation des états financiers différentes. Le Tableau 2.1 présente le processus de sélection des firmes de notre échantillon.

*Tableau 2. 1 Processus de sélection des firmes de l'échantillon*

Critères de sélection	Nombre d'observations (CW)	Nombre d'observations (OL)
Placement de notation à long terme sous CW/OL négatif par l'agence S&P.	3846	2945
Après avoir enlevé les firmes financières (SIC 6000-6999).	2351	1815
Requiert les informations financières relatives au calcul de la gestion des bénéfices disponibles dans Compustat.	687	451
Firmes jumelles pour le pairage	667	437

Les données recueillies seront mesurées annuellement pour chacune des entreprises de l'échantillon. Ce choix est justifié par la durée de placement sous CW/OL des entreprises (environ 90 jours pour les CW et jusqu'à 2 ans pour les OL) qui rend difficile l'emploi de données trimestrielles.

<sup>18</sup> Conformément à la littérature, nous percevons les grandes agences de notation (Moody's, Standard and Poor's et Fitch) comme homogènes (Chung et al. (2012) et Dichev et Piotrosky (2001)). De ce fait, nous avons sélectionné l'agence S&P comme agence représentative.

Le Panel A du Tableau 2.2 présente la distribution de notre échantillon par année pour les CW et les OL. Nous observons le plus grand nombre d'annonces en 2009. Ce nombre est respectivement de 102 et 86 pour les CW et les OL. Ce résultat n'est pas étonnant puisque la crise financière de 2008 a fait place à beaucoup d'incertitude au niveau de la situation financière des entreprises. Le Panel B du Tableau 2.2 présente la distribution des CW et OL par secteurs d'activité. Près de la moitié des firmes de notre échantillon appartiennent au secteur de la fabrication (SIC 2000-3999), suivi du secteur du transport, communications, électricité, gaz et service sanitaire (4000-4999). Le secteur de la fabrication compte respectivement 296 et 162 CW et OL, alors que le secteur du transport, communication, électricité, gaz et service sanitaire en compte respectivement 161 et 111. Le Panel C du Tableau 2.2 présente la résolution de l'agence pour les firmes de notre échantillon. Nous observons que respectivement 48.58% et 61.56% des firmes de notre échantillon placées sous CW et OL se sont conclues par une résolution positive (notation inchangée). La durée de placement sous surveillance des firmes sous OL étant supérieure à celle des CW, ces premières profitent d'une plus longue période pour améliorer leur performance, ce qui pourrait expliquer l'écart entre ces deux types d'actions. Le Panel D du Tableau 2.2 présente la distribution des CW et OL par notation de crédit. Pour les CW, on répertorie la plus haute concentration de firmes entre les notes A et B alors qu'elle se situe entre les notes BB- et CC pour les firmes sous OL. Dans l'ensemble, nous observons que les firmes de notre échantillon placées sous surveillance CW ont une notation de crédit supérieure à celles placées sous surveillance OL. Le panel E du Tableau 2.2 présente la distribution des CW et des OL par catégorie de notation. Nous observons que respectivement 45.73% et 24.03% des firmes sous surveillance CW et OL possèdent un grade investissement. Le grade investissement est accordé aux émetteurs dont la notation est supérieure à la note de BB+. L'échelle de notation ainsi que ses catégories sont présentées à l'Annexe 2.

Tableau 2. 2 Distribution des CW et des OL par année, secteur et résolution

Panel A : Distribution des (CW) et des (OL) par année

Années	CW	OL
2005	1	0
2006	18	5
2007	98	45
2008	80	59
2009	102	86
2010	34	35
2011	48	16
2012	55	20
2013	26	11
2014	36	23
2015	43	27
2016	36	36
2017	25	21
2018	32	25
2019	33	28
Total	667	437

Panel B : Distribution des (CW) et des (OL) par secteur d'activité

Secteurs	CW	OL
Exploitation minière	38	75
Construction	8	11
Fabrication	296	162
Transport, communication, électricité, gaz et service sanitaire	161	111
Commerce en gros	69	24
Services	89	50
Autre	6	4
Total	667	437

Panel C : Résolutions des (CW) et (OL)

Résolution	CW	%	OL	%
Positive	324	48.58%	269	61.56%
Négative	343	51.42%	168	38.44%
Total	667	100.00%	437	100%

Panel D : Distribution des (CW) et des (OL) par notation

Notation	CW	OL
AAA	2	3
AA+	0	0
AA	5	1
AA-	3	0
A+	16	6
A	42	24
A-	48	9
BBB+	65	14
BBB	65	29
BBB-	62	22
BB+	56	10
BB	45	13
BB-	83	40
B+	75	33
B	50	52
B-	27	31
CCC+	11	36
CCC	3	32
CCC-	0	16
CC	9	63
C	0	0
SD/D	0	0
Total	628	396

Panel E : Distribution des CW et OL par catégorie de notation

Catégorie	CW	%	OL	%
Investissement	305	45.73%	105	24.03%
Spéculative	362	54.27%	332	75.97%
Total	667	100.00%	437	100%

En somme, les actions de surveillance CW et OL, bien que similaires dans leur forme, présentent certaines distinctions. Nous constatons, à la lecture du Tableau 2.2, que ces deux types d'action présentent des distributions similaires, notamment au niveau de leur distribution annuelle et du secteur d'activité, mais qu'elles présentent certaines distinctions relatives à la résolution et à la distribution par notation.



Il convient, dans la prochaine section, de présenter les modèles d'estimation de la gestion des bénéfices.

### 2.6.2 Gestion des bénéfices

Les préoccupations des entreprises en matière de notation de crédit constituent un fort incitatif à la manipulation des résultats. Bien que la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires ait reçu plus d'attention dans la littérature, les opérations de gestion réelle des bénéfices s'avèrent plus difficilement détectables (Cohen et al., 2008). Bien que coûteuse pour l'entreprise, la gestion réelle des bénéfices est moins susceptible d'attirer l'attention des auditeurs et des organismes de réglementation (Cohen et al., 2008). Les CW/OL se déroulant dans un contexte de forte surveillance, les émetteurs pourraient avoir une préférence pour ce type de gestion des bénéfices. De plus, certains chercheurs observent un effet de substitution de la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires par la gestion réelle des bénéfices à la suite du passage de la loi Sarbanes-Oxley (Carter, 2015).

Nous observerons dans un premier temps si les entreprises placées sous surveillance ou perspective négative de crédit (CW ou OL) ont tendance à manipuler leur résultat à la hausse sur cette période. Pour ce faire, nous utiliserons deux méthodes de calcul de la gestion des bénéfices soit, un modèle basé sur l'estimation des « accruals » discrétionnaires et un second, basé sur une gestion réelle des bénéfices.

#### *2.6.2.1 Modèle de gestion des bénéfices basé sur les « accruals » discrétionnaires*

À l'instar de ce qui s'est fait dans la littérature, la mesure de la gestion des bénéfices se fera par la méthode, dite des « accruals » discrétionnaires, telle que développée par Jones (1991) et modifiée par Dechow et al. (1995). Bien que la pertinence des mesures du présent modèle d'estimation de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires fasse l'objet de débats dans la littérature, aucun consensus n'a été atteint concernant une meilleure alternative (Hill et al., 2019). En outre, certaines des approches novatrices proposées sont en grande partie non testées et pourraient exacerber les erreurs de mesure pour certaines entreprises (Hill et al., 2019). Le modèle

sera estimé annuellement et toutes les variables du modèle seront divisées par l'actif total (TA) de la période précédente, afin de réduire toute éventuelle hétéroscédasticité (Hill et al., 2019). L'estimation des paramètres se fera sur la population sur la base de l'année et du secteur d'activité et au moins 10 entreprises sont requises pour pouvoir procéder à l'estimation des paramètres. Les variables du modèle seront fenêtrées aux 1 et 99 percentiles afin d'atténuer l'influence de valeurs aberrantes.

Le point de départ pour mesurer les « accruals » discrétionnaires est le calcul des « accruals » totaux (TACC) c'est-à-dire, l'ensemble des variables qui différencient une comptabilité de caisse d'une comptabilité d'exercice. Les « accruals » totaux peuvent être estimés soit à partir des flux de trésorerie ou de l'état de la situation financière. Hribar et Collins (2002) ont montré que la méthode des flux de trésorerie serait plus précise que la méthode dite de l'état de la situation financière. Ces auteurs observent que l'estimation des « accruals » totaux à partir de l'état de la situation financière présenterait des erreurs de mesure lorsque des événements tels que des fusions et acquisitions et des cessions sont présents dans l'échantillon. Nous suivrons donc les recommandations de Hribar et Collins (2002) et estimerons les « accruals » totaux selon la méthode des flux de trésorerie en calculant la différence entre le résultat net avant les dépenses extraordinaires et les flux de trésorerie liés à l'exploitation. Il est donc possible de déterminer les « accruals » totaux à partir de l'équation suivante :

$$(1) \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \frac{E_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$$

Où  $TACC_{it}$  représente les « accruals » totaux,  $E_{it}$  représente le résultat net avant les dépenses extraordinaires,  $CFO_{it}$  les flux de trésorerie liés à l'exploitation et  $TA_{i,t-1}$  l'actif total de la période précédente.

La valeur des « accruals » totaux (TACC), obtenue à partir de l'équation (1), est ensuite remplacée dans l'équation (2) afin de pouvoir y extraire la composante non discrétionnaire de celle qui est discrétionnaire. La composante discrétionnaire est manipulable alors qu'un élément non discrétionnaire relève de décisions de gestion normale. Les « accruals » discrétionnaires n'étant pas observables, nous devons décomposer les « accruals » totaux (TACC) en une composante

discrétionnaire (ABDAC) et une composante non discrétionnaire (NDAC). Les paramètres de l'équation (2) sont ensuite estimés sur la population selon l'année et le secteur d'activité (2SIC). Les « accruals » discrétionnaires (ABDAC) correspondent au terme d'erreur de l'équation.

$$(2) \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $TACC_{it}$  représente les « accruals » totaux;  $TA_{it-1}$  représente l'actif total de l'année précédente;  $\Delta SALES_{it}$  représente la variation dans les ventes;  $\Delta REC_{it}$  représente la variation dans les comptes clients;  $PPE_{it}$  représente les immobilisations et  $\varepsilon_{it}$  représente le résidu de l'équation correspondant aux « accruals » discrétionnaires (ABDAC). La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de la valeur de la variable au temps t.

Il est ainsi possible de décomposer les « accruals » totaux en une partie discrétionnaire et une partie non discrétionnaire.

$$(3) ABDAC_{i,t} = \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \left( \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \left( \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \right)$$

Où  $ABDAC_{i,t}$  représente les « accruals » discrétionnaires;  $TACC_{it}$  représente les « accruals » totaux;  $TA_{it-1}$  représente l'actif total de la période précédente;  $\Delta SALES_{it}$  représente la variation dans les ventes;  $\Delta REC_{it}$  représente la variation dans les comptes clients et  $PPE_{it}$  représente les immobilisations. La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de la valeur de la variable au temps t.

#### 2.6.2.2 *Modèle de gestion réelle des bénéfices*

Les études de Gunny (2005), Roychowdury (2006) et Cohen et Zarowin (2010) ont montré que les dirigeants pratiquent la gestion réelle des bénéfices en agissant sur les ventes, la production, les frais de recherche et développement, les charges administratives et les frais de publicité (Draief et Chouaya, 2012). L'étude conduite par Rowchowdhury (2006) est parmi les premières recherches à se concentrer sur un plus large éventail d'activités de gestion réelle des bénéfices et à développer

un modèle empirique permettant de détecter de telles manipulations. Rowchowdhury (2006) propose trois modalités de gestion réelle des bénéfices, notamment :

- La manipulation des ventes : Rowchowdhury (2006) définit la manipulation des ventes comme une tentative des dirigeants d'augmenter temporairement les ventes au cours de l'année en proposant des rabais ou des conditions de crédit plus avantageuses. Ainsi, la manipulation des ventes aura pour conséquence de diminuer les flux de trésorerie par unité vendue pour la période et donnera lieu à des coûts des ventes supérieures à la normale compte tenu du niveau des ventes.
- La surproduction : les dirigeants peuvent produire plus de biens que nécessaire pour répondre à la demande attendue. Ce faisant, un niveau de production plus élevé aura pour effet de réduire les coûts fixes par unité puisque ces frais seront répartis sur un plus grand nombre d'unités. Ainsi, l'entreprise affichera une meilleure marge d'exploitation (Rowchowdhury, 2006). Cependant, les flux de trésorerie liés à l'exploitation seront inférieurs à la normale compte tenu du niveau des ventes et de l'augmentation des stocks.
- La réduction des dépenses discrétionnaires : les dépenses discrétionnaires font référence aux dépenses telles que, les frais de recherche et développement, les frais de publicité et les coûts de maintenance. Ces dépenses doivent être comptabilisées en charges dans la même période où elles sont engagées. Les entreprises peuvent donc augmenter le résultat net en réduisant leurs dépenses discrétionnaires (Rowchowdhury, 2006).

En nous référant à la littérature existante, nous suivrons les recommandations de Rowchowdhury (2006) et mesurerons la gestion réelle des bénéfices à l'aide des variables suivantes : les flux de trésorerie liés à l'exploitation, la surproduction et les dépenses discrétionnaires. Comme pour notre modèle de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, le présent modèle d'estimation de la gestion réelle des bénéfices sera estimé annuellement et toutes les variables seront divisées par l'actif total de la période précédente afin de réduire toute éventuelle hétéroscédasticité (Hill et al., 2019). L'estimation des paramètres se fera sur la population sur la base de l'année et du secteur d'activité et au moins 10 entreprises sont requises pour pouvoir procéder à l'estimation des paramètres. Les variables d'intérêt sont fenêtrées aux 1 et 99 percentiles

afin d'atténuer l'influence de valeurs aberrantes. Afin de déterminer le niveau de gestion réelle des bénéfiques, il convient dans un premier temps d'estimer les niveaux normaux en matière de flux de trésorerie liés à l'exploitation, de surproduction et des dépenses discrétionnaires correspondant au comportement de dépenses normales liées à l'exploitation de l'entreprise.

Nous estimerons les flux de trésorerie liés à l'exploitation (CFO) selon le modèle développé par Dechow et al. (1998) et implanté par Rowchowdhury (2006). Ainsi, les flux de trésorerie normaux liés à l'exploitation (CFO) sont exprimés en une fonction linéaire des ventes de la période en cours et de l'évolution des ventes.

$$(4) \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $CFO_{i,t}$  représente les flux de trésorerie liés à l'exploitation,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t}$  représente les ventes,  $\Delta SALES_{i,t}$  représente la variation dans les ventes et  $\varepsilon_{i,t}$  le résidu de la régression. La variation des ventes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 des ventes de sa valeur au temps t.

La surproduction traduit la volonté de la direction de surproduire afin de réduire le coût total de production de la période (Rowchowdhury, 2006). En nous appuyant sur les équations traduisant le coût total de production de la période et la variation des produits finis, nous sommes en mesure d'estimer le niveau normal de coût de production à l'aide de l'équation suivante :

$$(5) \frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $PROD_{i,t}$  représente la somme du coût total de production de la période et de la variation des produits finis,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t}$  représente les ventes,  $\Delta SALES_{i,t}$  représente la variation dans les ventes,  $\Delta SALES_{i,t-1}$  représente la variation dans les ventes de la période précédente et  $\varepsilon_{i,t}$  le résidu de la régression. La variation des ventes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 des ventes de sa valeur au temps t.

Cohen et al. (2008) et Zhao (2017) suggèrent de modéliser les dépenses discrétionnaires en tenant compte des ventes de l'année dernière plutôt que des ventes de l'année courante. Nous tiendrons donc compte de leur recommandation et exprimerons les dépenses discrétionnaires comme une fonction linéaire des ventes de l'année précédente, tel que :

$$(6) \frac{EXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $EXP_{i,t}$  représente les dépenses discrétionnaires correspondant à la somme des frais de vente généraux, des dépenses administratives et des frais de recherche et développement;  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t-1}$  représente les ventes de la période précédente et  $\varepsilon_{it}$  le résidu de la régression.

Une fois les niveaux normaux estimés, il convient de déterminer les niveaux anormaux. Ces derniers sont obtenus en calculant la différence entre les valeurs actuelles de ces dépenses et les valeurs normales calculées à partir des coefficients estimés aux équations (4) à (6) (Draief et Chouaya, 2012).

$$(7) ABCFO_{i,t} = \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - (\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}})$$

Où  $ABCFO_{i,t}$  représente les flux de trésorerie anormaux liés à l'exploitation,  $CFO_{i,t}$  représente les flux de trésorerie liés à l'exploitation,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t}$  représente les ventes et  $\Delta SALES_{i,t}$  représente la variation dans les ventes. La variation des ventes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 des ventes de sa valeur au temps t.

$$(8) ABPROD_{i,t} = \frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - (\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \hat{\beta}_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}})$$

Où  $ABPROD_{i,t}$  représente la somme du coût total de production anormal de la période et de la variation anormale des produits finis,  $PROD_{i,t}$  représente la somme du coût total de production de la période et de la variation des produits finis,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t}$  représente les ventes,  $\Delta SALES_{i,t}$  représente la variation dans les ventes et

$\Delta SALES_{i,t-1}$  représente la variation dans les ventes de la période précédente. La variation des ventes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 des ventes de sa valeur au temps t.

$$(9) ABEXP_{i,t} = \frac{EXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - (\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}})$$

Où  $ABEXP_{i,t}$  représente les dépenses discrétionnaires anormales correspondant à la somme des frais de vente généraux, des dépenses administratives et des frais de recherche et développement,  $EXP_{i,t}$  représente les dépenses discrétionnaires correspondant à la somme des frais de vente généraux, des dépenses administratives et des frais de recherche et développement,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente et  $SALES_{i,t-1}$  représente les ventes de la période précédente.

Dans le but de capturer l'effet total de la gestion réelle des bénéfices, Cohen et al. (2008) proposent de construire une mesure globale décomposée en 2 indicateurs que sont le REM1 et le REM2.

$$REM1 = (-1 * ABEXP) + (-1 * ABCFO)$$

$$REM2 = (-1 * ABEXP) + ABPROD$$

Les variables  $ABEXP$  et  $ABCFO$  sont multipliées par -1 puisque les valeurs négatives de ces variables traduisent une gestion réelle des bénéfices positive, alors que la variable  $ABPROD$  restera inchangée puisque qu'une valeur positive de  $ABPROD$  indique déjà une gestion réelle des bénéfices positive. Plus précisément, pour la première mesure, REM1, nous avons multiplié les flux de trésorerie liés à l'exploitation anormaux ( $ABCFO$ ) et les dépenses discrétionnaires anormales ( $ABEXP$ ) par moins un de manière que plus la valeur de ces variables est élevée, plus la firme a tendance à s'engager dans une stratégie de gestion réelle des bénéfices par la manipulation des ventes et la réduction des dépenses discrétionnaires.

Pour la mesure REM2, nous avons multiplié les dépenses discrétionnaires anormales ( $ABEXP$ ) par moins un de manière que plus le montant est élevé pour cette variable, plus la firme a tendance à couper dans ses dépenses discrétionnaires. Nous ajoutons ensuite la production excédentaire

(ABPROD) afin de former la mesure globale REM1. Plus REM1 sera élevé, plus les chances que la firme s'engage dans une stratégie de gestion réelle des bénéfices seront grandes.

### 2.6.3 Performance

Ces modèles de gestion des bénéfices (gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et gestion réelle des bénéfices) présentent cependant une lacune, ils ne tiennent pas compte de la performance de la firme. Kothari et al. (2005) suggèrent de tenir compte de la mise en relation des « accruals » discrétionnaires (ABDAC) avec la performance afin d'atténuer les erreurs de spécification dans les échantillons présentant un rendement de l'actif (ROA) extrême. Dechow et al. (1995) ont montré que les « accruals » discrétionnaires estimés selon les modèles de Jones et Jones modifié seraient fortement influencés par la performance passée. Le modèle proposé par Kothari et al. (2005) était initialement destiné spécifiquement aux modèles de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires. Cohen et al. (2019) ont décidé d'étendre le modèle formulé par Kothari et al. (2005) aux modèles de gestion réelle des bénéfices. Les conclusions de leur étude soulignent l'importance d'également tenir compte de la performance dans les modèles de gestion réelle des bénéfices. Nous suivrons les recommandations de Cohen et al. (2019) et tiendrons compte de la performance à la fois dans notre modèle d'estimation de la gestion des bénéfices au moyen de « accruals » discrétionnaires et dans notre modèle de gestion réelle des bénéfices. Dans une étude de simulation conduite par Kothari et al. (2005), ces auteurs proposent deux alternatives pour tenir compte de la performance dans les modèles de calcul de la gestion des bénéfices, soit :

- Modéliser les « accruals » discrétionnaires comme une fonction de la performance.
- Jumeler les firmes en fonction de la performance passée.

#### 2.6.3.1 ROA

La première approche consiste à modéliser la gestion des bénéfices comme une fonction de la performance en incluant directement le rendement passé de l'actif (ROA) dans les modèles de gestion des bénéfices. Le ROA est calculé en divisant le résultat net de la période précédente par l'actif total de la période précédente. De telle sorte que :



Les « accruals » totaux associés à notre modèle d'estimation de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires sont exprimés en une fonction linéaire de la différence entre l'évolution dans les ventes et celle dans les comptes clients, des immobilisations de la période en cours et de la performance passée.

$$(10) \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Les flux de trésorerie normaux liés à l'exploitation (CFO) associés à notre modèle de gestion réelle des bénéfices sont exprimés en une fonction linéaire des ventes de la période en cours, de l'évolution des ventes et de la performance passée.

$$(11) \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Les coûts de production normaux (PROD) associés à notre modèle de gestion réelle des bénéfices sont exprimés en une fonction linéaire des ventes de la période en cours, de l'évolution des ventes, de l'évolution passée des ventes et de la performance passée.

$$(12) \frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Les dépenses discrétionnaires normales (EXP) associées à notre modèle de gestion réelle des bénéfices sont exprimées en une fonction linéaire de l'évolution passée des ventes et de la performance passée.

$$(13) \frac{EXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Cette méthode s'avère cependant moins efficace que la suivante, basée sur le jumelage. Ce faisant nos analyses seront conduites selon l'approche du jumelage et nous présenterons les résultats des analyses selon l'approche du ROA en Annexe à titre de comparaison.

### 2.6.3.2 *Jumelage*

La seconde approche consiste à jumeler les firmes en fonction de leur performance passée. Ainsi, les firmes de l'échantillon ont été jumelées à une firme contrôle présentant des caractéristiques similaires à celles de notre échantillon, mais n'ayant pas fait l'objet d'une surveillance CW/OL sur la période d'observation à l'étude. Le jumelage s'est fait sur la base de l'année, du secteur d'activité (2SIC) et du rendement passé de l'actif (ROA). Plus précisément, nous avons retenu pour chacune des firmes de notre échantillon, une firme de la population n'ayant pas fait l'objet d'une surveillance de crédit et affichant la même année, la même division du secteur d'activité (2SIC) et un rendement de l'actif similaire (+/-10%) à celle de notre échantillon. Nous avons procédé par score de propension afin de sélectionner une firme de la population, n'ayant pas subi de placement sous surveillance, présentant des caractéristiques identiques au niveau de l'année et du secteur d'activité et pour laquelle le rendement de l'actif (ROA) s'approchait le plus de celui de la firme de notre échantillon, laquelle est placée sous surveillance de crédit (CW ou OL). Notre mesure de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires anormaux (ABDAC\_Match) est obtenue par différence en soustrayant les « accruals » discrétionnaires anormaux (ABDAC) de la firme jumelle de ceux de la firme de notre échantillon sous surveillance (Kothari et al., 2005) de manière à obtenir une mesure ajustée de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires appelée ici « ABDAC\_Match ». Tel que proposé par Cohen et al. (2019), cette procédure de jumelage sera ensuite appliquée aux modèles de gestion réelle des bénéfices de sorte que les flux de trésorerie anormaux liés à l'exploitation (ABCFO), les coûts de production anormaux (ABPROD), les dépenses discrétionnaires anormales (ABEXP) et les mesures globales de gestion réelle des bénéfices (REM1 et REM2) de la firme jumelle seront soustraits de ceux de la firme de notre échantillon, selon les critères mentionnés ci-haut, de manière à obtenir les mesures ajustées de gestion réelle des bénéfices ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match.

Les résultats de l'étude de Kothari et al. (2005) suggèrent que les tests basés sur l'approche du jumelage seraient mieux spécifiés que ceux utilisant l'approche de la régression pour contrôler l'effet de la performance passée. Ainsi, nous suivrons les recommandations de Kothari et al. (2005) et favoriserons cette approche dans cette recherche.

#### 2.6.4 Modèles d'analyse

Afin d'observer si les entreprises placées sous surveillance négative CW ou OL pourraient être en mesure d'affecter positivement la résolution de l'agence par la gestion des bénéfices, nous appliquerons un modèle logistique aux données obtenues à partir de notre échantillon de firmes sous CW/OL. L'analyse logistique permet de déterminer la relation entre la résolution de l'agence au terme de la période de CW/OL d'une entreprise et les variables explicatives (X) qui caractérisent cette entreprise (i). La résolution est modélisée par une variable Y définie dans (0, 1), tel que P = 1 si la résolution de l'agence est positive (conservation de la notation initiale ou augmentation) et 0 autrement.

Nous croyons que la probabilité marginale d'obtenir une résolution positive suit une distribution logistique tel que :

$$(14) P(RESOLUTION = 1) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta\chi + \beta_k\chi_{i,t})}}$$

La variable *RESOLUTION* est un indicateur qui est égal à 1 si la notation de la firme reste inchangée ou augmente à la suite de la résolution de l'agence et 0 autrement. L'estimation de la régression logistique se fait à partir des variables explicatives *ABDAC\_Match*, *ABCFO\_Match*, *ABPROD\_Match*, *ABEXP\_Match*, *REM1\_Match* et *REM2\_Match*. La variable *ABDAC\_Match* correspond à la différence entre les niveaux anormaux de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires des firmes de l'échantillon diminuée des niveaux anormaux de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires des firmes jumelles calculés à partir des résidus du modèle de Jones (1991) modifié. Les variables *ABCFO\_Match*, *ABPROD\_Match*, *ABEXP\_Match*, *REM1\_Match* et *REM2\_Match* correspondent respectivement aux niveaux anormaux de flux de trésorerie liés à l'exploitation, de surproduction et de dépenses discrétionnaires des firmes de l'échantillon diminués des niveaux anormaux de gestion réelle des bénéfices de leur jumelle calculés à partir des résidus du modèle de gestion réelle des bénéfices de Rowchowdhury (2006).

Nous bonifierons le modèle en ajoutant une série de variables de contrôle couramment utilisées dans la littérature. L'inclusion de variables de contrôle permettra d'isoler l'impact de la gestion des bénéfices. Ainsi, nous incluons les variables comme suit :

- Le rendement de l'actif (ROA) correspond au résultat net avant les activités extraordinaires divisées par l'actif total de la période précédente (Rowchowdhury, 2006). Ce ratio mesure la capacité de la firme à dégager un résultat avec ses actifs. Tout comme Rowchowdhury (2006), nous contrôlerons pour le rendement de l'actif puisqu'une rentabilité plus élevée pourrait influencer la notation de crédit.
- Nous incluons également la variable d'endettement (LEVERAGE), car il s'agit d'une mesure de l'état de la situation financière couramment utilisée dans la littérature (Hill et al., 2019 et Liu et al., 2018) et importante pour évaluer le risque de crédit. Le levier financier contrôle les variations dans la structure de capital de l'entreprise et sert de proxy pour le risque de défaut (Anderson et al., 2004). Le taux d'endettement (LEVERAGE) est obtenu en divisant la dette totale par l'actif total de la période précédente (Hill et al., 2019; Rowchowdhury, 2006; Liu et al., 2018 et Alali et al., 2012).
- La croissance des revenus (REVGROW) est mesurée par la différence entre les revenus de la période et les revenus de la période précédente, le tout divisé par l'actif total de la période précédente (Liu et al., 2018). Une forte croissance sera perçue favorablement par les agences de notation puisqu'elle indique un signe positif de développement.
- La taille (SIZE) mesurée par le logarithme naturel de l'actif total (Rowchowdhury, 2006). Les grandes entreprises bénéficient généralement de notations de crédit plus élevées, car elles sont perçues comme étant plus stables. La taille de l'entreprise peut également servir de proxy pour le risque de défaut (Anderson et al., 2004).
- La catégorie de notation (INVEST/SPEC) correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 si elle appartient à la catégorie spéculative (Carter, 2015 et Jorion et al., 2005). Il est important de contrôler pour la catégorie de notation puisque les entreprises ayant un statut d'investissement sont considérées comme plus sûres que celles de type spéculatif et pourraient bénéficier d'une notation de crédit plus élevée (Carter, 2015). Le grade investissement est attribué à un émetteur présentant une notation supérieure à la note de BB+ alors qu'on attribue le grade

spéculatif à un émetteur dont la notation est égale ou inférieure à la note de BB+. Les catégories de notation sont présentées à l'Annexe 2. Il est à noter que la catégorie associée à la notation de l'émetteur sous surveillance correspond à la catégorie qui lui avait été attribuée par S&P avant la surveillance (CW/OL).

- Le secteur d'activité (INDUSTRY) correspond à la division associée au code 2SIC (Standard Industrial Classification) de la firme émettrice. Le secteur d'activité de la firme aura une influence sur la notation puisque certains secteurs sont plus risqués que d'autres (le secteur technologique par exemple) (Hill et al., 2019). Les divisions associées aux codes SIC sont présentées à l'Annexe 3.

La crise financière (2008) correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si la surveillance a eu lieu en 2008 et 0 autrement. La variable 2008 permet de contrôler pour des différences spécifiques au niveau des notations lors de la crise financière (Dehaan, 2017). Il est important de contrôler pour la crise financière de 2008 puisque cette dernière a donné lieu à une période de grande instabilité financière et que bon nombre d'entreprises ont subi les conséquences négatives de la crise, notamment au niveau de leur crédit.

Il convient, dans la prochaine section, de tester les hypothèses et de présenter les résultats de nos analyses.

## 2.7 Analyse et discussion

Les agences de notation se baseront sur des données comptables contenues dans les états financiers dans leur évaluation. Le résultat net et plus particulièrement le ratio dette/EBITDA<sup>19</sup> représente un ratio clé dans l'analyse faite par les agences. La crainte d'un abaissement de la notation représente une des raisons principales à la gestion des bénéfices. L'abaissement de la notation n'est pas anodin puisqu'il impactera le cours boursier des actions et le taux d'intérêt. Les surveillances CW et les OL visent à laisser une chance à l'entreprise de fournir les efforts nécessaires afin d'améliorer sa performance. Ainsi, nous croyons que les entreprises sous surveillance négative CW/OL pourraient

---

<sup>19</sup> Le ratio Dette/EBITDA est un ratio de base mesurant le montant de résultat avant les intérêts, les impôts, les dépréciations et l'amortissement disponible pour rembourser la dette.

se tourner vers la pratique de la gestion des bénéfices afin de donner aux agences l'illusion d'une meilleure performance.

La première partie de la section 2.7 présente les statistiques descriptives des firmes de notre échantillon. Nous observerons ensuite si les entreprises placées sous surveillance de crédit (CW ou OL) gèrent leur bénéfice à la hausse sur cette période et si ces entreprises sont en mesure d'obtenir une résolution favorable par la pratique d'une gestion des bénéfices.

### 2.7.1 Statistiques descriptives

Le Tableau 2.3 présente les statistiques descriptives de la population, de l'échantillon et la différence entre les statistiques de la population et celles de l'échantillon. La population est composée d'entreprises présentant les mêmes caractéristiques que celles des firmes de l'échantillon à la distinction qu'elles ne sont pas face à un placement sous surveillance. Les firmes de l'échantillon correspondent aux firmes placées sous surveillance négative de crédit (CW et OL) sur la période à l'étude. La différence correspond aux différences statistiques entre les firmes de notre échantillon et leur jumelle. Sans surprise, la population et l'échantillon présentent un rendement de l'actif (ROA) similaire puisque, rappelons-le, le jumelage s'est fait sur la base de cette variable avec une marge de +/- 10%. Les firmes de l'échantillon présentent également des « accruals » totaux (TACC) et des flux de trésorerie liés aux opérations (CFO) similaires à ceux de la population. Nous observons un taux d'endettement (LEVRAGE) supérieur ainsi qu'une croissance des revenus (REVGROW), un ratio de la valeur marchande sur la valeur comptable des actions (MTB) et un résultat net (NI) inférieur pour l'échantillon comparativement à la population du fait que les firmes placées sous surveillance négative de crédit sont, le plus souvent, des firmes présentant des difficultés financières. Finalement, nous constatons que les firmes de l'échantillon sont de taille légèrement supérieure à celles de la population.

Tableau 2. 3 Statistiques descriptives sur la période de surveillance

Variables	Population (firmes jumelles)			Échantillon			Différence			
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane	Moyenne	Médiane
ROA	1084	-0.0457	0.3037	0.0206	1096	-0.0483	0.2913	0.0187	-0.0026	-0.0019
LEVERAGE	822	0.3597	0.4538	0.2713	964	0.4757	0.3008	0.4131	0.1160***	0.1418***
SIZE	1086	2.8367	0.9945	2.8586	1098	3.6742	0.6220	3.6507	0.8375***	0.7921***
TACC	1075	-0.0876	0.2003	-0.0604	1094	-0.0967	0.1068	-0.0705	-0.0091	-0.0101***
REVGROW	1084	0.0347	0.3041	0.0128	1095	-0.0135	0.2479	-0.0005	-0.0482***	-0.0133***
LogMTB	761	0.2320	0.4303	0.2169	886	0.0020	0.0148	0.0017	-0.2300***	-0.2152***
NI	1084	183.1632	673.5783	7.2320	1096	43.5711	1468.0520	23.8310	-139.5921***	16.5990*
CFO	1082	0.0653	0.1240	0.0763	1096	0.0711	0.0686	0.0712	0.0058	-0.0051

Notes : Le Tableau 2.3 présente les statistiques descriptives de l'échantillon de firmes sous surveillance CW et OL, de la population et leur différence. La population représente les firmes jumelées aux firmes de l'échantillon sur la base du ROA, mais, qui n'ont pas fait l'objet d'une surveillance. Le rendement de l'actif ROA est calculé en divisant le résultat avant les activités extraordinaires par l'actif total au temps t-1 (Compustat IBCY/ATQ), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTTQ + DLCQ)/ATQ), SIZE représente la taille de l'entreprise mesurée par le Log de l'actif total (Compustat ATQ), TACC représente les « accruals » totaux calculés en divisant le résultat avant les activités extraordinaires moins les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation par l'actif total de la période précédente (Compustat (IBCY - (OANCFY - XIDOCY))/ATQ), REVGROW représente l'augmentation des ventes calculée par la variation des ventes (Compustat SALEQ), MTB représente le ratio cours/valeur comptable (Compustat (CSHOQ \* PRCCM)/CEQQ), NI, le résultat net avant les activités extraordinaires (Compustat IBCY) et CFO, les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles divisés par l'actif total de la période précédente (Compustat OANCFY/ATQ). La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de la valeur de la variable au temps t. Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été appliqués pour examiner si les différences de moyennes et médianes entre les deux groupes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% afin d'éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

### 2.7.2 Comparaisons des moyennes et médianes des variables liées à la gestion des bénéfices

Afin d'observer si les entreprises placées sous surveillance négative de crédit (CW/OL) sont associées à une gestion à la hausse des bénéfices et de valider nos hypothèses H1 et H2 selon lesquelles les entreprises placées sous surveillance négative de crédit (CW/OL) procèdent à une gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et que les entreprises placées sous surveillance négative de crédit (CW/OL) procèdent à une gestion à la hausse des bénéfices au moyen d'une gestion réelle des bénéfices, nous nous baserons sur les niveaux anormaux des modèles de gestion des bénéfices présentés à la section 2.6.2.

Les études sur la gestion des bénéfices portant sur un évènement spécifique étudient généralement la moyenne (médiane) des niveaux anormaux de gestion des bénéfices autour de l'évènement, obtenus à partir du résidu du modèle, et observent si cette moyenne (médiane) est significativement différente de zéro (Jones, 1991 et DeAngelo, 1988) ou, dans le cas où la méthode du jumelage est appliquée, si la différence entre la moyenne (médiane) des niveaux anormaux de gestion des bénéfices des firmes de l'échantillon et celle des firmes jumelles est significativement différente de 0. Une moyenne (médiane) ou une différence de moyennes (médianes) significativement différente de 0 conduirait au rejet de l'hypothèse nulle (H0) (pas de gestion des bénéfices à la hausse) au profit de l'hypothèse complémentaire (H1) selon laquelle les firmes de notre échantillon pratiquent de la gestion des bénéfices à la hausse sur la période de surveillance CW/OL. Afin de tester si les entreprises placées sous surveillance CW/OL sont associées à une gestion des bénéfices à la hausse, nous utiliserons un Test T statistique de différence des moyennes dans le cas où la moyenne est utilisée et un test de Wilcoxon dans le cas où la médiane est utilisée. Une différence significative et positive pour les variables ABDAC\_Match, ABPROD\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match, ainsi qu'une différence significativement négative pour les variables ABCFO\_Match et ABEXP\_Match permettraient de conclure que les entreprises sous surveillance négative CW ou OL gèrent leurs bénéfices à la hausse de manière plus importante que leur jumelle sur cette période. Les résultats des tests d'hypothèse de gestion des bénéfices portant sur des données trimestrielles sont présentés à l'Annexe 6.



Le Tableau 2.4 présente les statistiques descriptives d'hypothèse de gestion des bénéfices pour les firmes sous surveillance CW et OL sur deux périodes précédant la surveillance, pour la période de surveillance et sur deux périodes après la surveillance lorsque la méthode du jumelage est employée pour tenir compte de la performance. Les niveaux anormaux de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) et de gestion réelle des bénéfices (ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match) correspondent respectivement aux résidus des modèles de Jones (1991) modifié et de Rowchowdhury (2006). L'indicateur REM1\_Match correspond aux niveaux anormaux des dépenses discrétionnaires (ABEXP\_Match) multiplié par -1 et additionné des niveaux anormaux de flux de trésorerie liés à l'exploitation (ABCFO\_Match) multiplié par -1 estimés par le modèle de gestion réelle des bénéfices. L'indicateur REM2\_Match correspond aux niveaux anormaux de production (ABPROD\_Match) additionné des niveaux anormaux de dépenses discrétionnaires (ABEXP\_Match) multipliés par -1 estimés par le modèle de gestion réelle des bénéfices. Les variables ABDAC\_Match, ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match ont ensuite été ajustées pour tenir compte de la performance telle que suggérée par Kothari et al. (2005) et Cohen et al. (2019) selon la procédure décrite à la section 2.4.3.2. Plus précisément, afin de tenir compte de la performance, nous avons jumelé chacune des firmes de notre échantillon à une firme présentant des caractéristiques similaires, mais n'ayant pas fait l'objet d'une surveillance. Le jumelage s'est fait sur la base de l'année, du secteur d'activité et du rendement de l'actif (ROA). Ainsi, les variables ABDAC\_Match, ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match représentent les niveaux anormaux de gestion des bénéfices des firmes de notre échantillon ajustés de ceux des firmes jumelles correspondantes.

Le panel A du Tableau 2.4 présente les statistiques descriptives d'hypothèse de gestion des bénéfices pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW dans le cas où la moyenne est utilisée. Nos résultats montrent, pour la variable ABDAC\_Match, des niveaux de gestion des bénéfices, mesurés au moyen des « accruals » discrétionnaires, positifs avant la surveillance (t-1 et t-2) puis, négatifs sur la période de surveillance (t) et après cette période (t+2). Ces résultats ne sont cependant pas significatifs à l'exception du coefficient de -0.2254 à la période t+1 qui est significatif au seuil de 5%. Ces résultats signifient que les firmes placées sous surveillance négative CW semblent avoir moins recours à la gestion des bénéfices au moyen des « accruals »

discrétionnaires sur la période de surveillance que leurs pairs n'ayant, eux, pas subi de placement sous surveillance. En revanche, nous observons, pour les firmes sous surveillance CW, une réduction de la gestion des bénéfices entre la période de surveillance CW et la période qui la précède. Ceci suggère que les firmes sous surveillance CW auraient plus recours à la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires afin d'éviter le placement sous surveillance négative de crédit plutôt que pour favoriser l'obtention d'une résolution favorable à la suite de ce placement. Hill et al. (2019) observent des résultats similaires pour les firmes sous surveillance négative CW dont la résolution s'est conclue par une décision défavorable. Nos résultats montrent également que les firmes sous surveillance CW ont tendance à surproduire dans le but de réduire leurs coûts unitaires et afficher une meilleure marge d'exploitation et de réduire leurs dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance de crédit. En revanche, seule la variable `ABPROD_Match` (0.0543) associée à une gestion réelle des bénéfices, est significative, et ce, au seuil de 1%. Hill et al. (2019) observent également des niveaux de production anormale positifs pour les entreprises ayant reçu une confirmation de notation positive au terme de la période de surveillance. Les entreprises accusant des niveaux élevés de gestion réelle des bénéfices ne pourront pas accorder des termes de crédit favorables, surproduire ou réduire leurs dépenses discrétionnaires indéfiniment et nous assisterons inévitablement à un renversement de la gestion réelle des bénéfices dans les périodes subséquentes. Naturellement, nos résultats indiquent une réduction de la production et une augmentation des dépenses discrétionnaires sur la période suivante ladite surveillance (t+1).

Le panel B présente les statistiques descriptives d'hypothèse de gestion des bénéfices pour l'échantillon de firme sous surveillance négative CW dans le cas où la médiane est utilisée. De façon similaire aux résultats obtenus lorsque la moyenne est utilisée, nous observons, pour la variable `ABDAC_Match`, des médianes positives sur les périodes précédant la surveillance, puis négatives sur la période de surveillance et sur la période suivante. En revanche, ces résultats ne sont, dans l'ensemble, pas significatifs et seule la médiane de -0.0078 à la période t est significative au seuil de 10%. Hill et al. (2019), dans une étude comparable, observent des niveaux médians significatifs et négatifs d'« accruals » discrétionnaires sur la période de surveillance CW. Nos résultats montrent également que les entreprises sous surveillance négative CW ont tendance à accélérer les ventes en accordant des termes de crédit favorables (`ABCFO_Match`), surproduire

dans le but de réduire les coûts fixes par unité et ainsi afficher une meilleure marge d'exploitation (ABPROD\_Match) et réduire ses dépenses discrétionnaires (ABEXP\_Match) sur la période de surveillance. Cependant, seules les variables ABEXP\_Match et REM2\_Match sont significatives au seuil de 1%. De la même façon que lorsque la moyenne est utilisée, nous assistons à un renversement de la gestion réelle des bénéfices à la période t+1.

Le panel C présente les statistiques descriptives d'hypothèse de gestion des bénéfices pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL dans le cas où la moyenne est utilisée. À la différence des firmes sous surveillance CW, nous n'observons pas de tendance, tant au niveau de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires que de la gestion réelle des bénéfices. Nous observons cependant un coefficient significatif de -0.0319 au seuil de 10% pour la variable ABDAC\_Match lorsque la moyenne est utilisée. Signifiant que les firmes de notre échantillon sous surveillance OL manipulent leur résultat de manière moins importante que leur jumelle n'ayant pas subi de surveillance. La durée de placement moyen des firmes sous OL, qui s'étend généralement de 180 jours à deux ans a très certainement eu un effet sur la stratégie des entreprises en matière de gestion des bénéfices. La gestion des bénéfices étant coûteuse, ces dernières peuvent difficilement manipuler leurs résultats sur une très longue période.

Le panel D présente les statistiques descriptives de gestion des bénéfices pour l'échantillon de firme sous surveillance OL dans le cas où la médiane est utilisée. Nous observons des résultats similaires à ceux obtenus pour les firmes sous surveillance CW à la différence que les variables ABCFO, ABPROD et REM2 sont maintenant significatives. Nos résultats présentent des « accruals » moyens anormaux (ABDAC\_Match) de l'ordre de -0.0250 sur la période de surveillance OL. Ce résultat est significatif au seuil de 1%. Tout comme pour les firmes sous surveillance CW, nous constatons que les firmes sous surveillance OL auraient tendance à gérer leur bénéfice comptable à la hausse sur la période précédant le placement sous surveillance OL afin de l'éviter plutôt que pour influencer la résolution. Les variables ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, REM1 et REM2, associées à une gestion réelle des bénéfices, présentent, elles aussi des médianes significatives sur la période de surveillance OL. Nous observons, pour ces variables, une diminution de la médiane sur la période suivant le placement sous OL, conséquence d'un renversement de la gestion des bénéfices.

En somme, nos résultats indiquent une diminution des « accruals » anormaux sur la période de surveillance, et ce, tant pour les CW que pour les OL. Ce résultat va à l'encontre des conclusions des études de Liu et al. (2018) et Zhao (2017) qui observent des « accruals » anormaux significatifs et positifs sur la période de placement sous CW. Les réglementations mises en place au cours de la dernière décennie ont peut-être contribué à décourager les firmes de se prévaloir de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, ce qui expliquerait l'écart entre ces résultats. Déjà, nous assistions, après le passage de la loi Sarbanes-Oxley en 2002, à une transition de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires vers une gestion réelle des bénéfices, cette dernière forme de gestion des bénéfices étant moins facilement détectable. Ce faisant notre hypothèse H1 selon laquelle les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL procèdent à une gestion (à la hausse) des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires n'est pas validée. Nous constatons que les firmes sous surveillance négative CW et OL montrent un intérêt plus prononcé pour la gestion réelle des bénéfices que leurs pairs sur la période de surveillance. Cette gestion réelle des bénéfices se traduit principalement par une surproduction et une réduction des dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance. Ce faisant, notre hypothèse H2 selon laquelle les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL procèdent à une gestion (à la hausse) des bénéfices au moyen d'une gestion réelle des bénéfices est partiellement validée.

Tableau 2. 4 Comparaisons des moyennes et médianes des variables liées à la gestion des bénéfices

Panel A : Moyenne de la gestion des bénéfices autour de la période de surveillance CW

Variables	t-2		t-1		t		t+1		t+2	
	N	Moyenne	N	Moyenne	N	Moyenne	N	Moyenne	N	Moyenne
ABDAC_Match	636	0.0564	635	0.1113	636	-0.0881	638	-0.2254**	627	0.0542
ABCFO_Match	645	0.0387	647	-0.1057*	644	0.0139	645	-0.1286***	640	-0.0368
ABPROD_Match	602	0.0798**	598	0.0084	612	0.0543***	589	0.0111	600	0.0031
ABEXP_Match	480	-0.0454	473	0.0993	507	-0.0092	466	0.4471***	469	-0.2335
REM1_Match	479	0.0646	473	-0.0733	506	0.0367	463	-0.2218	465	0.2210
REM2_Match	447	0.1718	434	-0.0204	481	0.0905	428	-0.4701***	443	0.3362*

Panel B : Médiane de la gestion des bénéfices autour de la période de surveillance CW

Variables	t-2		t-1		t		t+1		t+2	
	N	Médiane	N	Médiane	N	Médiane	N	Médiane	N	Médiane
ABDAC_Match	636	0.0068	635	0.0036	636	-0.0078*	638	-0.0093	627	0.0055
ABCFO_Match	645	0.0071	647	-0.0073	644	-0.00005	645	0.0000	640	0.0018
ABPROD_Match	602	0.0104**	598	-0.0015	612	0.0135	589	-0.0029***	600	0.0067
ABEXP_Match	480	0.0021	473	0.0067	507	-0.0269***	466	0.0194**	469	-0.0102
REM1_Match	479	0.0042	473	0.0025	506	0.0374	463	-0.0185***	465	0.0057
REM2_Match	447	0.0157	434	0.0044	481	0.0677***	428	-0.0598**	443	0.0334*

Notes : Le Tableau 2.4 Panel A et B présente les statistiques descriptives pour les firmes sous surveillance CW. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.4 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été utilisés pour examiner si les moyennes et les médianes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel C : Moyenne de la gestion des bénéfices autour de la période de surveillance OL

Variables	t-2		t-1		t		t+1		t+2	
	N	Moyenne	N	Moyenne	N	Moyenne	N	Moyenne	N	Moyenne
ABDAC_Match	421	-0.0267*	413	-0.0297	413	-0.0310*	413	-0.1022	412	-0.0067
ABCFO_Match	426	-0.0093	424	-0.0064	426	-0.0257	422	-0.0078	425	-0.1040*
ABPROD_Match	388	-0.0485	393	-0.0037	390	-0.0090	386	-0.0516*	377	0.0358
ABEXP_Match	342	0.2742	340	0.2548*	358	-0.0433	326	-0.1442	347	0.0288***
REM1_Match	340	-0.2366	340	-0.2302	358	0.1121	324	0.0930	346	0.1234***
REM2_Match	313	-0.2136	316	-0.2416	329	-0.0693	296	0.0833	308	0.0311**

Panel D : Médiane de la gestion des bénéfices autour de la période de surveillance OL

Variables	t-2		t-1		t		t+1		t+2	
	N	Médiane	N	Médiane	N	Médiane	N	Médiane	N	Médiane
ABDAC_Match	421	-0.0145	413	0.00002	413	-0.0250***	413	-0.0116	412	-0.0029
ABCFO_Match	426	0.0039	424	0.0037	426	-0.0169**	422	0.0228	425	-0.0067
ABPROD_Match	388	-0.0044	393	0.0000	390	0.0259***	386	-0.0052	377	0.0139
ABEXP_Match	342	-0.0019	340	-0.0015	358	-0.0200***	326	-0.0154	347	-0.0048
REM1_Match	340	0.0278	340	0.0018	358	0.0457***	324	0.0146**	346	0.0180
REM2_Match	313	0.0229	316	-0.0072	329	0.0486***	296	0.0323	308	0.0337

Notes : Le Tableau 2.4 Panel C et D présente les statistiques descriptives pour les firmes sous surveillance OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.4 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été utilisés pour examiner si les moyennes et les médianes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

### 2.7.3 Résultats des analyses de corrélation

Le Tableau 2.5 présente les matrices de corrélation pour les échantillons de firmes sous surveillance CW et OL. Le Panel A du Tableau 2.5 présente les coefficients de corrélation de Pearson des variables d'intérêt pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW. À la lecture des résultats présentés au Panel A, nous n'observons aucune corrélation significative entre les niveaux anormaux de gestion des bénéfices et la résolution de l'agence, et ce, pour tous types de modèles confondus d'estimation de la gestion des bénéfices. Ce qui signifie que la pratique de gestion des bénéfices des firmes sous surveillance CW ne semble pas influencer la résolution de l'agence. La résolution de l'agence est positivement corrélée avec le rendement de l'actif, ROA (0.09) et la croissance des revenus, REVGROW (0.14), deux facteurs déterminants de la notation de crédit. Nous observons également une relation inverse significative de l'ordre de (-0.12) pour la variable INVEST/SPECT, indiquant que les émetteurs dont la notation appartient à la catégorie spéculative auraient plus de chance d'obtenir une résolution positive au terme de la surveillance. Nos résultats montrent que le secteur d'activité auquel appartient l'émetteur exercerait une influence sur la décision de l'agence. Sans surprise, nous observons une forte corrélation ( $> 0.60$ ) entre les variables REM1\_Match et REM2\_Match et les autres variables associées à une gestion réelle des bénéfices, puisque les mesures REM1\_Match et REM2\_Match sont une composition des variables ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match. Ainsi, nos analyses logistiques seront conduites de manière individuelle pour les variables REM1\_Match et REM2\_Match. En somme, la matrice de corrélation nous donne l'assurance que les variables à l'étude ne présentent pas de corrélation sévère entre elles.

Le Panel B du Tableau 2.5 présente les coefficients de corrélation de Pearson des variables d'intérêt pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL. Nous observons une corrélation positive entre la variable ABDAC\_Match, associée à une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, et la résolution de l'agence au terme de la surveillance. Signifiant que la pratique de gestion des bénéfices des firmes sous surveillance OL pourrait exercer une influence positive sur la résolution de l'agence au terme de la surveillance. Nous notons également que les variables de contrôle ROA, LEVERAGE, REVGROW, SIZE, 2008, INVEST/SPECT et INDUSTRY exerceraient une influence sur la résolution de l'agence. Tout comme pour

l'échantillon de firmes sous surveillance CW, nous observons pour les firmes sous surveillance OL, une forte corrélation entre les variables REM1\_Match, REM2\_Match associées à une gestion réelle des bénéfices. Ainsi, nous conduirons des analyses séparées pour ces variables.



Tableau 2.5 Matrice de corrélation

Panel A : Matrice de corrélation pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
CW.RESOLUTION	A	1													
ABDAC_Match	B	0.05	1												
ABCFO_Match	C	-0.03	0.08*	1											
ABPROD_Match	D	0.03	-0.13**	-0.25***	1										
ABEXP_Match	E	-0.03	-0.01	-0.05	0.11*	1									
REM1_Match	F	0.05	-0.06	-0.65***	0.15***	-0.67***	1								
REM2_Match	G	0.03	-0.10*	-0.06	0.26***	-0.87***	0.65***	1							
ROA	H	0.09*	0.04	-0.02	0.04	0.05	-0.02	-0.01	1						
LEVERAGE	I	0.01	-0.05	0.10*	-0.09*	-0.06	-0.02	0.04	-0.24***	1					
REVGROW	J	0.14***	-0.11**	0.13**	0.00	-0.07	-0.08	0.10*	0.11**	0.03	1				
SIZE	K	-0.05	0.04	-0.05	0.07	0.01	0.05	0.02	0.20***	-0.33***	0.07	1			
2008	L	0.01	0.03	0.00	-0.02	-0.02	0.00	0.01	-0.20***	0.10*	0.04	-0.13***	1		
INVEST/SPEC	M	-0.12**	0.09*	-0.08*	0.01	0.06	0.03	-0.06	0.27***	-0.39***	-0.02	0.45***	-0.10*	1	
INDUSTRY	N	-0.08*	0.01	0.03	-0.04	-0.06	0.02	0.03	0.08*	0.13**	0.12**	-0.01	-0.02	-0.06	1

Notes : Le Tableau 2.5 Panel A présente les coefficients de corrélation de Pearson pour les échantillons de firmes sous surveillance CW. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.5 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPECT est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Matrice de corrélation pour l'échantillon de firmes sous surveillance de OL

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
OL.RESOLUTION	A	1													
ABDAC_Match	B	0.11*	1												
ABCFO_Match	C	-0.03	0.05	1											
ABPROD_Match	D	0.00	-0.08	-0.08	1										
ABEXP_Match	E	0.01	-0.20***	-0.04	0.00	1									
REM1_Match	F	0.02	0.09	-0.78***	0.06	-0.58***	1								
REM2_Match	G	-0.04	0.09	-0.02	0.76***	-0.39***	0.25***	1							
ROA	H	0.27***	0.10*	0.04	-0.04	0.05	-0.07	-0.04	1						
LEVERAGE	I	-0.27***	-0.05	-0.18***	0.02	0.00	0.14**	0.01	-0.28***	1					
REVGROW	J	0.14**	0.15**	0.01	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01	0.12**	0.04	1				
SIZE	K	0.24***	0.06	0.03	0.05	0.03	-0.06	0.05	0.27***	-0.35***	0.15**	1			
2008	L	0.12*	0.01	-0.01	0.05	-0.08	0.04	0.07	0.01	-0.07	-0.05	-0.02	1		
INVEST/SPEC	M	0.31***	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.01	0.01	0.17***	-0.35***	0.06	0.44***	0.08	1	
INDUSTRY	N	0.25***	-0.06	-0.12*	0.06	-0.02	0.10	0.03	0.24***	-0.02	0.12*	0.06	0.09	0.10*	1

Notes : Le Tableau 2.5 Panel B présente les coefficients de corrélation de Pearson pour les échantillons de firmes sous surveillance OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.5 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST\SPECT est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 2.7.4 Résultats des analyses de régression

Le Tableau 2.6 présente les résultats de la régression logistique de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices ainsi que l'effet différencié de la crise de 2008. La variable résolution prend la forme d'une variable binaire qui est égale 1 dans le cas d'une résolution positive et 0 autrement. Nous entendons par résolution positive, une surveillance qui se conclut par une augmentation ou la conservation de la notation initiale de son émetteur, alors qu'une résolution négative réfère à un abaissement de la notation initiale de son émetteur. La crise financière de 2008 ou crise des « subprimes<sup>21</sup> » a eu des conséquences sans précédent sur l'économie. Si les agences de notation ont fait l'objet de vives critiques concernant, entre autres, leur évaluation des produits titrisés<sup>22</sup> tel que les obligations à base de « subprimes », leur évaluation des obligations d'entreprises est demeurée fiable pendant la crise financière de 2008 et les notations assorties à ce type d'obligation n'ont pas connu de grands bouleversements (Benmelech et Dlugosz, 2010). Bien que les analyses conduites à travers cette thèse portent sur des obligations d'entreprise, nous avons tout de même jugé souhaitable de contrôler pour la crise financière de 2008 et de présenter son effet différencié puisque cette période, n'en demeure pas moins, une période de grande instabilité économique. Puisque les effets de la crise financière de 2008 se sont fait sentir également en 2009, nous avons conduit des tests supplémentaires (Annexe 11) en contrôlant à la fois pour l'année 2008 et 2009, mais les résultats de ces tests ne différaient pas de ceux obtenus lorsque nous contrôlons uniquement pour l'année 2008.

Le Panel A du Tableau 2.6 présente les résultats de la régression de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW ainsi que l'effet différencié de la crise de 2008. Les résultats du modèle (1) montrent une relation positive (0.123) entre la pratique de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) et la résolution de l'agence. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Bien que les firmes sous surveillance CW présentent des niveaux moyens et

---

<sup>21</sup>Les « subprimes » sont des prêts immobiliers dont le taux d'intérêt varie en fonction de la valeur du bien acheté (Artus et al., 2008).

<sup>22</sup> La titrisation est une opération financière qui vise à transformer des prêts bancaires illiquides en titres négociables sur le marché (Artus et al., 2008). Cette opération permet aux banques de transférer le risque de crédit.

médians négatifs d' « accruals » anormaux sur la période de surveillance (Tableau 2.4), il semble que, lorsque pratiquée, la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires favorise les chances de recevoir une résolution favorable au terme de la surveillance CW.

Le Panel B du Tableau 2.6 présente les résultats de la régression de la gestion réelle des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW ainsi que l'effet différencié de la crise de 2008. Nous notons pour le modèle (3) une relation positive (0.074) entre la gestion réelle des bénéfices, représentée dans le modèle par la variable REM1\_Match, et la résolution de l'agence. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. La variable REM1\_Match représente la somme des niveaux anormaux de dépenses discrétionnaires et des niveaux anormaux de flux de trésorerie liés aux opérations. Il semble que, lorsqu'utilisées simultanément, les stratégies visant la réduction des dépenses discrétionnaires et la manipulation des ventes aient un impact positif sur la résolution de l'agence.

L'ensemble des modèles des Panels A et B du Tableau 2.6 affichent des coefficients positifs et significatifs au niveau du rendement de l'actif (ROA) et de la croissance des revenus (REVGROW). Le rendement de l'actif (ROA) et la croissance des revenus (REVGROW) sont deux mesures clés dont tiennent compte les agences de notation dans leur évaluation (Standard and Poor's, 2001). Nous observons également, pour l'ensemble des modèles des Panels A et B, des coefficients négatifs et significatifs au seuil de 1% pour la variable INVEST/SPEC. Signifiant que les firmes dont la notation appartient à la catégorie spéculative ont plus de chance de se voir attribuer une résolution favorable au terme de la surveillance CW. Le modèle 2 du Panel A ainsi que les modèles 2, 4 et 6 du Panel B présentent les résultats des analyses de régression de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW lorsqu'on omet de contrôler pour la crise financière de 2008. Les résultats sont similaires à ceux obtenus en contrôlant pour la crise financière de 2008, signifiant que la crise financière n'a pas influencé la manière dont les agences perçoivent la gestion des bénéfices pour les entreprises sous surveillance négative CW.

Le Panel C du Tableau 2.6 présente les résultats de la régression de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la résolution de l'agence pour les firmes sous

surveillance OL ainsi que l'effet différencié de la crise de 2008 alors que le Panel D du Tableau 2.6 présente les résultats de la régression de la gestion réelle des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL ainsi que l'effet différencié de la crise de 2008. La pratique de gestion des bénéfices, tous types confondus, des firmes sous OL, ne semble pas exercer d'influence sur la résolution de l'agence. Une explication serait que les agences de notation profitent d'une plus longue période pour analyser et suivre les changements opérés par les firmes sous OL en comparaison à celles placées sous surveillance CW. Elles se laisseront donc plus difficilement influencer par la gestion des bénéfices en période de CW. Tout comme pour les firmes sous surveillance CW, le rendement de l'actif (ROA) affiche un coefficient positif et significatif au seuil de 1%, et ce, pour l'ensemble des quatre modèles. Nous observons également un coefficient négatif et significatif au seuil de 1% pour la variable LEVRAGE puisqu'une entreprise très endettée est plus à risque de manquer un paiement d'intérêt ou de ne pas être en mesure de rembourser le principal à l'échéance de l'obligation. Contrairement aux firmes sous surveillance CW, nous observons pour les firmes sous surveillance OL un coefficient positif et significatif pour la variable INVEST/SPEC et ce, pour l'ensemble des modèles des Panels C et D, signifiant que les émetteurs sous surveillance OL dont la notation appartient à la catégorie investissement auraient plus de chance de recevoir une résolution positive au terme de la surveillance. Il apparaît donc que les firmes sous surveillance OL qui réussissent à répondre aux préoccupations des agences sont celles qui ont déjà une bonne qualité de crédit initiale. Ces dernières disposant généralement de plus de ressources et détenant déjà une qualité de crédit enviable, il leur est plus facile d'opérer de réels changements pour ainsi conserver leur notation initiale.

Le modèle 2 du Panel C ainsi que les modèles 2, 4 et 6 du Panel D présentent les résultats des analyses de régression de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL lorsqu'on omet de contrôler pour la crise financière de 2008. Les résultats sont similaires à ceux obtenus en contrôlant pour la crise financière de 2008, à l'exception du modèle (2) du Panel C, pour lequel nous obtenons un coefficient positif de 0.231 pour la variable ABDAC\_Match associée à une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Il semble que la crise financière ait pu impacter la manière dont les agences réagissent face à la pratique de gestion des bénéfices des firmes sous surveillance OL.

Nos hypothèses H3 et H4 selon lesquelles les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL pourraient être en mesure d'affecter positivement la résolution de l'agence par la gestion (à la hausse) des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et que les entreprises placées sous surveillance négative CW/OL pourraient être en mesure d'affecter positivement la résolution de l'agence par la gestion (à la hausse) des bénéfices au moyen de la gestion réelle des bénéfices sont partiellement validées. En somme, nos résultats suggèrent que les firmes sous surveillance CW pourraient, par la pratique de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et par la pratique d'une gestion réelle des bénéfices, réussir à conserver leur notation initiale à la suite d'un placement sous surveillance négative de crédit. En revanche, nous n'observons pas de liens significatifs entre la pratique de gestion des bénéfices et la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL.

*Tableau 2.6 Régression logistique de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices et effet différencié de la crise de 2008*

Panel A : Régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires pour les firmes sous CW et effet différencié de la crise de 2008

	1	2
ABDAC_Match	0.123*	0.125*
	(0.068)	(0.068)
ROA	2.468***	2.322***
	(0.931)	(0.901)
LEVERAGE	-0.193	-0.194
	(0.431)	(0.431)
REVGROW	1.304***	1.323***
	(0.354)	(0.353)
SIZE	-0.003	-0.017
	(0.184)	(0.180)
2008	OUI	NON
INVEST/SPEC	-0.825***	-0.816***
	(0.225)	(0.225)
Constante	0.727	0.812
	(0.814)	(0.804)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI
Observations	550	550
Pseudo R2	0.1541	0.1528

Notes : Le Tableau 2.6 Panel A présente la régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et l'effet différencié de la crise de 2008 pour les firmes sous CW. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. Toutes les variables du Tableau 2.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Régression de la résolution de l'agence sur la gestion réelle des bénéfices pour les firmes sous CW et effet différencié de la crise de 2008

	1	2	3	4	5	6
ABCFO_Match	-0.131 (0.095)	-0.132 (0.095)				
ABPROD_Match	-0.014 (0.210)	-0.018 (0.210)				
ABEXP_Match	-0.038 (0.065)	-0.037 (0.064)				
REM1_Match			0.074* (0.040)	0.074* (0.040)		
REM2_Match					0.007 (0.045)	0.007 (0.045)
ROA	2.768*** (1.019)	2.597*** (0.988)	2.529*** (0.976)	2.378** (0.945)	2.707*** (1.009)	2.527*** (0.978)
LEVERAGE	-0.002 (0.481)	-0.018 (0.480)	0.014 (0.464)	0.010 (0.464)	-0.033 (0.477)	-0.049 (0.477)
REVGROW	1.197*** (0.379)	1.227*** (0.378)	1.239*** (0.374)	1.261*** (0.373)	1.118*** (0.371)	1.150*** (0.370)
SIZE	-0.093 (0.206)	-0.116 (0.199)	-0.068 (0.201)	-0.088 (0.197)	-0.079 (0.204)	-0.102 (0.194)
2008	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON
INVEST/SPEC	-0.774*** (0.242)	-0.761*** (0.241)	-0.796*** (0.235)	-0.784*** (0.234)	-0.749*** (0.240)	-0.735*** (0.239)
Constante	1.205 (0.917)	1.337 (0.901)	0.845 (0.874)	0.952 (0.860)	1.146 (0.911)	1.284 (0.896)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	476	476	502	502	477	477
Pseudo R2	0.1610	0.1590	0.1571	0.1557	0.1531	0.1508

Notes : Le Tableau 2.6 Panel B la régression de la résolution de l'agence sur la gestion réelle des bénéfices et l'effet différencié de la crise de 2008 pour les firmes sous CW. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent, respectivement, les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.



Panel C : Régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires pour les firmes sous OL et effet différencié de la crise de 2008

	1	2
ABDAC_Match	0.216 (0.138)	0.231* (0.140)
ROA	2.214*** (0.702)	1.980*** (0.667)
LEVERAGE	-0.954** (0.419)	-0.984** (0.416)
REVGROW	0.789 (0.622)	0.764 (0.625)
SIZE	0.336 (0.247)	0.338 (0.245)
2008	OUI	NON
INVEST/SPEC	1.533*** (0.493)	1.572*** (0.492)
Constante	-1.365 (0.998)	-1.393 (0.990)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI
Observations	368	368
Pseudo R2	0.4488	0.4381

Notes : Le Tableau 2.6 Panel C présente la régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et l'effet différencié de la crise de 2008 pour les firmes sous OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. Toutes les variables du Tableau 2.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel D : Régression de la résolution de l'agence sur la gestion réelle des bénéfices pour les firmes sous OL et effet différencié de la crise de 2008

	1	2	3	4	5	6
ABCFO_Match	-0.198 (0.161)	-0.163 (0.161)				
ABPROD_Match	-0.014 (0.163)	0.010 (0.162)				
ABEXP_Match	-0.032 (0.132)	-0.066 (0.132)				
REM1_Match			0.096 (0.071)	0.096 (0.073)		
REM2_Match					-0.032 (0.057)	-0.021 (0.054)
ROA	2.425*** (0.767)	1.973*** (0.699)	2.074*** (0.697)	1.741*** (0.647)	2.255*** (0.742)	1.833*** (0.678)
LEVERAGE	-0.951** (0.444)	-0.965** (0.438)	-1.031** (0.428)	-1.057** (0.423)	-0.848** (0.432)	-0.887** (0.425)
REVGROW	0.811 (0.632)	0.716 (0.632)	0.922 (0.624)	0.838 (0.623)	0.779 (0.626)	0.695 (0.626)
SIZE	0.440 (0.268)	0.448* (0.263)	0.385 (0.257)	0.394 (0.252)	0.450* (0.266)	0.453* (0.261)
2008	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON
INVEST/SPEC	1.236** (0.500)	1.302*** (0.496)	1.356*** (0.493)	1.408*** (0.489)	1.258** (0.499)	1.326*** (0.495)
Constante	-1.725 (1.064)	-1.799* (1.046)	-1.471 (1.025)	-1.538 (1.009)	-1.837* (1.055)	-1.877* (1.037)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	325	325	352	352	325	325
Pseudo R2	0.4206	0.3956	0.4296	0.4103	0.4169	0.3919

Notes : Le Tableau 2.6 Panel D présente la régression de la résolution de l'agence sur la gestion réelle des bénéfices et l'effet différencié de la crise de 2008 pour les firmes sous OL. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent, respectivement, les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

### 2.7.5 Tests de supplémentaires

Dans un premier temps, nous avons souhaité vérifier si l'emploi de données trimestrielles dans les analyses de régression, au lieu des données annuelles, influencerait nos conclusions. L'Annexe 7 présente les résultats trimestriels des analyses logistiques portant sur l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence. Le Panel A de l'Annexe 7 présente les résultats des analyses pour les firmes sous surveillance CW. Nos résultats suggèrent que la pratique de la gestion des bénéfices sur le trimestre précédant la résolution n'aurait pas d'influence sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW. Le Panel B de l'Annexe 7 présente les résultats trimestriels des analyses logistiques pour les firmes sous surveillance OL. Nos résultats suggèrent que l'absence de pratique de gestion des bénéfices sur le trimestre précédant la résolution serait perçue favorablement par les agences. Une augmentation des flux de trésorerie liés à l'exploitation et une augmentation des dépenses discrétionnaires sur cette période favoriseraient l'obtention d'une résolution favorable pour ces firmes.

Dans un second temps, nous avons souhaité reconduire nos analyses de régression en utilisant l'approche d'estimation de la gestion des bénéfices basée sur le ROA au lieu de la méthode dite du « jumelage », afin d'observer si l'emploi de l'une ou l'autre de ces méthodes influencerait nos conclusions. Nous obtenons des résultats similaires pour ces deux méthodes. L'Annexe 8 présente les résultats de nos analyses de régression de l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW et OL lorsque la méthode du ROA est utilisée. Le Panel A de l'Annexe 8 présente les résultats pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW. Nous observons, pour les firmes sous surveillance CW, un coefficient positif de 0.027 pour la variable ABDAC\_ROA associée à une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires. Ce résultat n'est cependant pas significatif pour la méthode du ROA. Similairement à la méthode du « jumelage », nous observons un coefficient positif de 0.074 pour la variable REM1\_ROA associée à une accélération des ventes et une réduction des dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Nous observons également un coefficient positif et significatif de 0.519 pour la variable ABPROD associée à une surproduction sur la période de surveillance CW. Comme pour la méthode du « jumelage », nous observons que le rendement de l'actif, la croissance des revenus et la catégorie de notation ont une influence notable sur la résolution de l'agence. Le Panel B de l'Annexe 8

présente les résultats pour les firmes sous surveillance OL. Nos résultats indiquent un coefficient de 0.113 pour la variable REM1\_ROA. Comme pour la méthode du « jumelage », nous observons que le rendement de l'actif, le ratio d'endettement, la crise financière de 2008 et la catégorie d'investissement ont une influence sur la résolution de l'agence.

## 2.8 Conclusion

Cet article étudie la pratique de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance et son impact sur la résolution de l'agence au terme de la surveillance pour les firmes sous surveillance CW et OL. Une firme est placée sous surveillance négative de crédit lorsque l'agence a un doute quant à sa qualité du crédit. Les surveillances de crédit (CW) et les perspectives de crédit (OL) sont des opinions concernant la probabilité d'un changement de notation. Au terme de cette période, l'agence rend sa décision. Cette décision se traduit habituellement soit, par une confirmation (résolution positive) ou un abaissement de la notation (résolution négative).

De manière générale, la littérature suggère que les firmes sous surveillance prendront des mesures pour rétablir leur crédit sur cette période (Boot et al., 2006). La théorie positive de la comptabilité cherche à prédire et à expliquer les choix comptables des dirigeants. Elle suggère que les dirigeants sont opportunistes et qu'ils favoriseront des choix comptables qui maximisent leurs intérêts personnels. L'abaissement de la notation étant lourde de conséquences pour l'émetteur, l'opportunisme des dirigeants pourrait les pousser à se tourner vers des stratégies de gestion des bénéfices sur la période de surveillance, espérant ainsi conserver leur notation initiale. Les résultats de notre étude indiquent une pratique plus importante de gestion réelle des bénéfices pour les firmes sous surveillance négative de crédit (CW et OL) que pour leurs pairs n'ayant pas fait l'objet d'une surveillance de crédit sur cette période. Pour les firmes sous surveillance CW, nous observons des niveaux moyens de surproduction et des niveaux médians de dépenses discrétionnaires significatifs sur la période de surveillance, alors que pour les firmes sous surveillance OL, nous notons des niveaux médians de flux de trésorerie liés aux opérations, de surproduction et de dépenses discrétionnaires significatifs sur cette période. Ces résultats semblent indiquer une préférence pour la gestion réelle des bénéfices sur la période de surveillance. Nos résultats montrent que le contexte de surveillance et la crainte d'une dégradation de la notation ont une influence sur les choix

comptables que feront les dirigeants. Nos conclusions vont de pair avec les études qui indiquent un effet de substitution de la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires par la gestion réelle des bénéfices suite au passage de la loi Sarbanes-Oxley en 2002. De ce fait, nous observons même des niveaux d'« accruals » discrétionnaires significativement inférieurs à ceux de leur jumelle sur la période de surveillance, et ce, tant pour les firmes sous CW que pour celles sous OL. Il ressort de ces derniers résultats que les firmes sous surveillance semblent hésitantes à pratiquer une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires sur cette période de surveillance accrue, sachant qu'elles encourent le risque de voir leur notation abaisser si l'agence venait à découvrir cette pratique. Cette dernière conclusion diffère de celle des études de Liu et al. (2018) et Zhao (2017) qui observent, eux, des niveaux d'« accruals » anormaux positifs sur la période de surveillance. La période à l'étude semble exercer une influence sur les résultats, montrant la pertinence de reproduire les analyses avec des données récentes.

Les résultats de nos analyses logistiques indiquent que seules les firmes sous surveillance CW profiteraient d'un traitement favorable de la part des agences en se prévalant de la gestion des bénéfices. Plus précisément, nos résultats suggèrent que les firmes placées sous surveillance négative CW pourraient être en mesure d'influencer la perception des agences de notation par la pratique d'une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires. Nous observons également, pour ces firmes, que la pratique d'une gestion réelle des bénéfices, se traduisant par la manipulation des ventes et la réduction des dépenses discrétionnaires, exercerait également une influence positive sur la décision des agences. Nous observons que les agences évaluent de manière différente les émetteurs sous surveillance CW et OL. Il ressort de nos analyses qu'un faible taux d'endettement et qu'une notation initiale appartenant à la catégorie spéculative, seraient associés à une résolution favorable pour les émetteurs sous CW alors que pour les firmes sous OL, ce sont plutôt la croissance des ventes et une notation initiale appartenant à la catégorie investissement qui leur serait favorable. L'horizon de placement de ces deux types de surveillance serait peut-être en cause. Ces distinctions notables entre les différents types d'actions de surveillance soulignent la nécessité d'étudier à la fois les CW et les OL et d'approfondir les recherches portant sur les surveillances de crédit. En somme, les conclusions de notre étude varient selon le type de surveillance (CW ou OL) et la période (avant, pendant ou après la surveillance) observée ainsi que selon le type de pratique de gestion des bénéfices analysé. Bien que considérées comme des

utilisateurs sophistiqués de l'information financière, il semble que les agences de notation de crédit ne détectent pas toujours la pratique de gestion des bénéfices et se laissent influencer par cette dernière dans leur décision.

Notre recherche présente plusieurs contributions intéressantes. Plusieurs auteurs ont observé la relation entre la gestion des bénéfices et la notation de crédit, mais très peu se sont intéressées aux surveillances de crédit. Cette étude est, à notre connaissance, la première à s'intéresser aux actions de surveillance OL sous un angle comptable. Les actions de surveillance (CW et OL) jouent un rôle crucial sur les marchés financiers en partageant des informations qui soient utiles pour les investisseurs. Cette recherche apporte une contribution importante à notre compréhension des mécanismes qui sous-tendent la confiance dans les marchés financiers. Les investisseurs et les praticiens de l'industrie se baseront sur les actions de surveillance dans leur évaluation du risque et en tiendront compte dans leur prise de décision. Cette étude, en favorisant la compréhension des actions de surveillance de crédit, pourrait attirer l'intérêt des gestionnaires d'entreprises cherchant à maintenir ou à améliorer leur notation de crédit.

Comme toute recherche, notre étude présente certaines limites. Premièrement, elle se limite aux notations émises par l'agence Standard and Poor's. Aussi, il existe une possibilité que la surveillance soit la conséquence d'une fusion et acquisition et qu'elle ne soit pas induite par une dégradation de la performance financière (Liu et al., 2018). Cela aurait pour effet de biaiser nos résultats puisque ces deux types d'émetteurs ne partagent pas les mêmes objectifs. Chung et al. (2012) affirment néanmoins que la détérioration de la performance constitue la principale cause d'un placement sous surveillance. Également, bien que nous nous soyons appuyés sur les modèles d'estimation de la gestion des bénéfices les plus couramment utilisés dans la littérature, ces modèles comportent certaines limites. En effet, il peut être difficile de différencier avec précision une gestion normale des bénéfices d'une gestion des bénéfices visant à tromper les agences de notation et les autres utilisateurs des états financiers. Ces modèles pourraient ne pas toujours faire, avec précision, cette distinction.

Cette recherche ouvre la voie à de nombreuses pistes de recherches futures. Premièrement, elle représente, à notre connaissance, la première à avoir analysé les actions de surveillance de type OL

sous un angle comptable. Ce faisant, il pourrait s'avérer intéressant de reproduire les recherches traitant uniquement des actions de surveillance CW pour y incorporer les OL. Ensuite, l'industrie des notations a fait l'objet de plusieurs réformes dans les dernières décennies. Ces réformes avaient pour principaux objectifs l'amélioration de la transparence et l'augmentation de la concurrence au sein de l'industrie des notations et l'augmentation de la responsabilité des agences de notation. Il pourrait s'avérer intéressant d'analyser comment ces changements ont possiblement pu modifier le comportement des émetteurs sous surveillance de crédit et influencé la réponse des agences.

## CHAPITRE 3

### GOUVERNANCE, MISES SOUS SURVEILLANCE ET PERSPECTIVES DE CRÉDIT

#### 3.1 Introduction

Cette étude a pour objectif l'examen du lien qui pourrait exister entre la structure de gouvernance d'entreprise et la notation de crédit pour les entreprises faisant l'objet d'une mise sous surveillance (CW) ou d'une perspective (OL) négative de crédit. Il est à noter que dans cet article, nous emploierons le terme « surveillance » pour désigner à la fois les CW et les OL. Le processus d'attribution d'une notation débute par son évaluation initiale et se poursuit par son suivi. Les CW et les OL font référence aux mécanismes institutionnels par lesquels l'agence de notation, qui a un doute quant à la capacité d'un émetteur à faire face à ses engagements, le place sous CW ou OL en vue d'une réévaluation subséquente de sa notation (Liu et al., 2018). Les CW et les OL font l'objet d'annonces publiques. Un émetteur peut alors faire l'objet d'une réévaluation de sa notation qui peut être qualifiée comme suit : à la baisse, à la hausse, en développement ou stable. Dans cette étude, nous avons choisi de nous concentrer uniquement sur les surveillances de crédit négatives, car nous estimons que les incitations à manipuler les bénéfices à la hausse sont plus fortes pour les émetteurs sous surveillance négative que pour ceux sous surveillance positive (Liu et al., 2017).

Pendant la période de surveillance de crédit, il subsiste néanmoins une situation de forte asymétrie informationnelle, puisque seul l'émetteur connaît les réelles visées de son entreprise. Ainsi, il est toujours possible pour les dirigeants d'entreprise de manipuler leurs données et tromper ainsi la lecture qui en sera faite par le marché. La gouvernance a pour fonction de contrer le comportement opportuniste des dirigeants en alignant leurs intérêts avec ceux des actionnaires et/ou des obligataires. Face à cette asymétrie informationnelle, les agences de notation se remettent à la structure de gouvernance des émetteurs sous surveillance et incorporent plusieurs de ses attributs



dans leur processus de notation (Moody's, 2019). La plupart des études antérieures se sont concentrées sur la notation de crédit, plutôt que sur la surveillance de crédit et la gouvernance en lien avec les actions de surveillance de crédit n'a, à notre connaissance, jamais été abordée dans la littérature. Cette recherche a pour objectif l'étude du lien qui pourrait exister entre l'amélioration des pratiques de gouvernance de l'émetteur sous surveillance et la résolution de l'agence au terme de cette période.

L'analyse conduite par les agences, bien qu'en grande partie basée sur des données comptables, s'appuiera également sur des informations recueillies auprès de la direction et sur certains attributs liés à la structure de gouvernance de l'entreprise. Bien que la condition financière de la firme constitue le principal déterminant de la notation de crédit, Bradley et al. (2008) ont montré que certains attributs de la gouvernance relatifs à la transparence, à la structure actionnariale, aux droits des actionnaires, à la structure du conseil d'administration et à la rémunération des dirigeants, étaient significativement reliés à la note de crédit. Alali et al. (2012) ont montré que les entreprises dotées de forts mécanismes de gouvernance ont tendance à avoir une cote de crédit plus élevée. Ainsi, les agences de notation de crédit tiendront compte de la gouvernance dans leur attribution des notations, car une faible structure de gouvernance pourrait affecter la position financière de l'entreprise et ainsi laisser les détenteurs d'obligations vulnérables aux pertes (Fitchratings, 2005). À notre connaissance, cette étude constitue la première à examiner l'association directe entre la structure de gouvernance et la notation de crédit sur une période de surveillance du crédit. La période de CW/OL nous offre une fenêtre permettant d'étudier cette relation. Autrement dit, est-ce qu'une entreprise apportant des changements au niveau de sa structure de gouvernance améliore ses chances de se voir accorder une résolution favorable au terme de la période de surveillance?

Notre échantillon est composé, respectivement, de 278 et 171 firmes américaines placées sous surveillance négative CW et OL par l'agence Standard and Poor's sur la période allant de 2005 à 2019. Les variables de gouvernance ont été collectées à partir de la base de données Bloomberg. Nous observons, pour les firmes sous surveillance CW, une augmentation du pourcentage d'administrateurs indépendants sur le conseil d'administration, une réduction de la dualité entre les fonctions de président-directeur général et celles de président du conseil d'administration et une augmentation de la représentation des femmes sur le conseil d'administration. Pour les firmes sous

surveillance OL, ce sont les attributs relatifs à la taille du conseil d'administration et au pourcentage de femmes sur le conseil d'administration qui sont visés par cette amélioration. Les résultats de nos analyses logistiques indiquent qu'une réduction de la taille du conseil d'administration et une augmentation de la taille du comité d'audit sur la période de surveillance CW seraient associées à une résolution favorable de l'agence. Pour les firmes sous surveillance OL, l'amélioration des pratiques de gouvernance ne semble pas impacter la résolution de l'agence.

Cette recherche présente plusieurs contributions. À notre connaissance, même s'il existe des études qui ont fait le lien entre la notation de crédit elle-même et la gouvernance de l'entité notée, aucune n'a cependant établi de relation directe entre la structure de gouvernance de l'entreprise et les actions de surveillance du crédit, des mécanismes qui arrivent après la notation. Ainsi, certains chercheurs ont étudié plutôt les efforts de réhabilitation du crédit sur la période de surveillance. Par exemple, Chung et al., (2012) ont montré que la majorité des émetteurs mis sous surveillance prennent des mesures correctives afin de tenter de répondre aux préoccupations des agences de notation et améliorer ainsi la qualité de leur crédit. Cependant, ces auteurs se sont uniquement concentrés sur les données comptables, sans traiter de la gouvernance, mais aussi, sans étudier la résolution des agences de notation suite à une période de surveillance de crédit. Cette recherche s'inscrit dans un contexte où la transparence, la fiabilité et la responsabilité financière sont des préoccupations majeures pour les investisseurs, les régulateurs, les chercheurs et les entreprises. Les résultats de notre étude mettent en lumière la complexité de l'évaluation des notations de crédit et la nécessité de tenir compte de la gouvernance d'entreprise pour comprendre comment les agences de notation prennent leurs décisions. Cette compréhension approfondie du lien entre la gouvernance d'entreprise et la surveillance de crédit sera utile pour les entreprises cherchant à maintenir ou à améliorer leur notation de crédit, ainsi que pour les investisseurs qui cherchent à évaluer le risque de crédit.

Notre étude s'articule comme suit : la section 3.2 présente la description des actions de surveillance CW et OL. Nous exposerons ensuite le cadre théorique, les études ayant fait le lien entre la gouvernance et les notations de crédit, puis nous formulerons nos hypothèses à la section 3.3. La méthodologie sera présentée à la section 3.4 et les résultats empiriques à la section 3.5 pour finalement conclure à la section 3.6.

### 3.2 Les actions de surveillance du crédit

L'activité de notation de crédit est assurée par des agences spécialisées, appelées agences de notation. La notation est l'opinion de l'agence de notation de crédit concernant le risque de défaut de paiement d'un débiteur sur sa dette. C'est-à-dire une opinion sur le risque que ce dernier ne soit plus en mesure d'assurer un ou plusieurs paiements d'intérêt ou le remboursement du capital échu sur sa dette (Standard and Poor's, 2001). Les opinions fournies par les agences de notation de crédit sont le résultat d'analyses complexes, agrémentées de jugement et d'hypothèses sur les causes et les effets de défaillance de crédit (Boylan, 2012), qui peuvent avoir des effets dévastateurs. Outre l'affectation initiale de la notation, les agences sont également responsables de son suivi. Lorsqu'une agence de notation a un doute sur la situation financière d'une entreprise, elle peut décider de la placer sous CW ou OL en vue d'une réévaluation subséquente de sa notation de crédit. Les émetteurs peuvent se faire placer sous surveillance en vue d'une réévaluation de la notation à la baisse, d'une réévaluation à la hausse ou d'une réévaluation dite incertaine. La période de surveillance est d'environ 90 jours (rapport Moody's, 1998) pour un CW et peut s'étendre de 180 jours à deux ans dans le cas d'un OL. Au terme de cette période, l'agence rend sa décision. Nous avons fait le choix, dans cette recherche, de n'analyser que les CW et OL ayant des implications négatives dues au faible mouvement engendré par les CW et OL ayant des implications positives.

Dans la prochaine section, nous présenterons les principaux articles en lien avec les notations de crédit et la gouvernance et poserons nos hypothèses.

### 3.3 Cadre théorique

L'activité de notation de crédit se déroule dans un contexte d'asymétrie de l'information. L'évaluation de la gouvernance par les agences de notation a pour objectif de déterminer quand et comment la qualité des pratiques de la gestion stratégique affecte le risque de crédit d'une entreprise ou d'une obligation (FitchRatings, 2005). Les analystes de crédit se préoccuperont de la gouvernance dans leur évaluation dans la mesure où la gouvernance peut être identifiée comme une cause des faiblesses de la solidité financière d'une entreprise (Standard and Poor's, 2004). Les

services de gouvernance assisteront les analystes de crédit dans leur évaluation (Standard and Poor's, 2004).

La théorie de l'agence est introduite par Jensen et Meckling en 1976. Elle examine les relations entre le principal (les actionnaires ou les obligataires) et l'agent (le dirigeant). L'agent dispose logiquement de plus d'informations sur l'entreprise que le principal ce qui donne lieu à une asymétrie de l'information. Les dirigeants pourraient alors être tentés de prendre des décisions qui maximisent leurs propres intérêts, plutôt que ceux des actionnaires ou des obligataires. Des coûts d'agence seront alors déployés pour orienter le comportement des dirigeants. Ces coûts englobent les coûts de surveillance et les coûts engagés afin d'aligner les intérêts du principal et de l'agent. Ces coûts se décomposent en trois catégories soit, la rémunération incitative, la surveillance externe et le conseil d'administration.

Les obligataires, auxquels sont principalement destinées les CW et les OL, sont alors confrontés à deux types de conflits d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Le premier est le conflit entre les gestionnaires et les actionnaires, mais aussi les obligataires. Les dirigeants, en désirant maximiser leurs intérêts personnels, pourraient exproprier de la valeur de l'entreprise en consommant les avantages de cette dernière, en coupant sur certaines dépenses nécessaires ou en se lançant dans des projets d'investissement sous-optimaux, mais qui serviraient leurs intérêts personnels (Jensen et Meckling, 1976). Par exemple, les dirigeants peuvent profiter de l'avantage informationnel qu'ils détiennent au détriment des créanciers et autres parties prenantes. Ils peuvent gérer le résultat afin d'envoyer de faux signaux sur la situation financière de la firme et ainsi bénéficier d'un coût de financement moindre (Djama, 2003). Par le biais de coûts d'agence, un bon système de gouvernance permet de contrer le comportement opportuniste des dirigeants en les incitant à exproprier moins de valeur de l'entreprise. Il en résultera des flux de trésorerie plus élevés, ce qui aura pour effet de réduire le risque de défaut de paiement de l'entreprise et d'augmenter sa cote de crédit (Bradford et al., 2019).

Le second conflit d'agence auquel font face les obligataires est celui qui existe entre les obligataires et les actionnaires. Certes, à plusieurs égards, les actionnaires et les obligataires partagent généralement des intérêts similaires. Cependant, certains mécanismes de gouvernance qui

bénéficient aux actionnaires ne sont pas nécessairement favorables aux obligataires. Parmi ces situations, notons les investissements plus risqués, les fusions et acquisitions, l'augmentation des dividendes et l'augmentation de l'effet de levier (incluant les rachats d'actions) (FitchRatings, 2005). Par exemple, les activités de gouvernance d'entreprise qui auront pour effet d'augmenter le risque lié aux actifs de l'entreprise, de sorte que la valeur des capitaux propres augmente et que celle de la dette diminue, seront profitables pour les actionnaires tandis qu'elles nuiront aux obligataires (Bradford et al., 2019). Dans cette perspective, l'augmentation du risque lié aux actifs entraînera une augmentation de la probabilité de défaut, ce qui aura un effet négatif sur la valeur des obligations et, par conséquent, sur la notation de crédit (Bradford et al., 2019). Face à une telle faiblesse, les agences de notation se remettent à la structure de gouvernance des émetteurs sous surveillance et incorporent plusieurs de ses attributs dans leur processus de notation (Moody's, 2019). Les agences de notation de crédit, dans leur analyse du risque de défaut de paiement des intérêts relatifs à une obligation, adopteront la perspective de l'obligataire (FitchRatings, 2005). Nous présenterons dans la prochaine section les études qui ont fait le lien entre la gouvernance et la notation de crédit.

### 3.4 Revue de la littérature

La gouvernance d'entreprise a été étudiée à plusieurs niveaux dans la littérature. Standard and Poor's (2004) la définit comme l'interaction entre les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires pour diriger et contrôler l'entreprise et pour garantir que toutes les parties prenantes financières reçoivent leur juste part des bénéfices et des actifs d'une entreprise. Les études visant à examiner les mécanismes de gouvernance et leurs implications financières se sont principalement intéressées à l'influence de la gouvernance sur la qualité du résultat et sur la justesse des prévisions des analystes (Alali et al., 2012). Certains auteurs se sont également penchés sur la relation entre la gouvernance et la notation de crédit (Alali et al., 2012, Bradley et al. 2008, Ashbaugh-Skaife et al., 2006 et Bhojraj et Senupta, 2003).

L'association entre les surveillances de crédit CW/OL et la gouvernance n'ayant jamais été abordée dans la littérature, nous allons donc nous concentrer sur les études qui ont fait les liens entre les notations de crédit et la gouvernance. En effet, les émetteurs sous surveillance négative CW/OL sont réputés avoir des motivations similaires et même supérieures d'améliorer la qualité de leur

gouvernance que ceux qui ont été tout simplement notés, mais non placés sous surveillance de crédit . Ainsi, un grand pan de la littérature a analysé l'association entre la gouvernance d'entreprise et les notations de crédit (Alali et al., 2012; Bradley et al. 2008; Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Bhojraj et Senupta, 2003). Cependant, la plupart de ces études ne se sont souvent intéressées qu'à un nombre limité d'attributs de la gouvernance ou ont conduit leur analyse sur une courte période. Ashbaugh-Skaife et al. (2006) ont montré que les entreprises dotées d'une forte structure de gouvernance bénéficiaient d'une cote de crédit plus élevée, comparativement aux entreprises dotées d'une faible structure de gouvernance d'entreprise. Dans leur étude, Ashbaugh-Skaife et al. (2006) ont adopté le cadre d'analyse développé par S&P pour mesurer le niveau de gouvernance. En se basant sur quatre composantes principales de la gouvernance, soit la structure de propriété, les droits des parties prenantes financières, la transparence et la structure du conseil d'administration, ils observent qu'une entreprise possédant une bonne qualité de gouvernance doublait ses chances de se voir attribuer une cote de crédit élevée.

La relation entre la structure de gouvernance, la cote de crédit et le prix des titres de créance a été étudiée par Bradley et al. (2008). En analysant un échantillon de 775 firmes américaines sur la période allant de 2001 à 2007, ces auteurs observent que les premiers déterminants de la notation de crédit sont la condition financière de la firme et la qualité de son résultat. Ces derniers observent également que certains attributs de la gouvernance relatifs à la structure de propriété, aux droits des actionnaires, à la structure du conseil d'administration et au système de rémunération des dirigeants pourraient expliquer certaines différences en matière de notation de crédit, qui ne sont pas expliquées par la condition financière de la firme. Alali et al. (2012) observent que les firmes dotées d'un fort système de gouvernance obtiennent généralement une notation significativement supérieure, comparativement aux firmes dotées d'une faible structure de gouvernance. Alali et al. (2012) ont également constaté qu'une amélioration de la qualité de la gouvernance était associée à une amélioration de la cote de crédit.

Lors d'une étude conduite en milieu japonais, Aman et Nguyen (2013) ont montré qu'une bonne qualité de gouvernance était associée à une note de crédit plus élevée pour ces entreprises. De manière plus précise, les résultats de leur étude suggèrent qu'une surveillance accrue du conseil d'administration et une faible asymétrie informationnelle atténuent les conflits d'agence et

réduisent le risque pour les obligataires. En somme, les entreprises bénéficiant d'une bonne gouvernance peuvent emprunter des fonds à un meilleur taux et en plus grande quantité. Bereskin et al. (2015) ont étudié la crise asiatique de 1997. En traitant la crise comme un choc exogène ayant mené à une amélioration du rôle informationnel du système de notation de crédit en Corée, ils observent que les préoccupations des émetteurs en matière de notation de crédit ont un impact sur la gouvernance d'entreprise après le passage de la crise. Ces derniers n'observent cependant pas d'impact avant la crise. Fernando et al. (2020) observent que la probabilité de défaut augmente de manière disproportionnée pour les entreprises ayant un actionnariat concentré, une faible efficacité du conseil d'administration, une faible transparence et divulgation financière et des droits des actionnaires plus élevés. De plus, ils constatent que l'effet de ces mécanismes de gouvernance sur la probabilité de défaut est plus prononcé lors d'une crise.

En somme, ces études tendent à montrer une relation positive entre différents attributs de gouvernance et la note de crédit. Puisqu'une bonne gouvernance a pour effet de diminuer le risque, nous devrions nous attendre à ce que les entreprises présentant une bonne qualité de gouvernance reçoivent des notations supérieures.

Nous présenterons, dans la prochaine section, nos hypothèses de recherche.

### 3.5 Développement des hypothèses

L'agence Standard and Poor's, telle que mentionnée dans son cadre d'analyse, portera une attention particulière à la structure et à l'efficacité du conseil d'administration dans son évaluation des risques liés à la gouvernance (Standard and Poor's, 2004). Cette dernière considère comme importants les attributs liés à la structure et à l'efficacité du conseil d'administration puisqu'ils concernent son rôle et sa capacité à assurer une surveillance indépendante du rendement de la direction et à tenir cette direction responsable envers les actionnaires et les autres parties prenantes concernées (Standard and Poor's, 2004). Ainsi, nous retiendrons aux fins d'analyse, l'indépendance du conseil d'administration, la dualité entre les rôles de président-directeur général et président du conseil d'administration et la taille du conseil d'administration comme variables d'intérêt liées à la structure et à l'efficacité du conseil d'administration. Nous bonifierons notre

analyse en y intégrant la représentation des femmes au conseil d'administration, puisque le pourcentage de femmes à cette instance n'a cessé de croître dans les dernières décennies et que plusieurs auteurs observent un lien positif entre cette variable, la gouvernance (Carter et al., 2017) et la notation de crédit (Datta et al., 2021). Finalement, nous considérerons également l'expertise du comité d'audit dans notre analyse puisqu'un comité d'audit de grande taille est réputé améliorer la qualité des rapports financiers (Abubakar et al., 2021).

#### *3.5.1.1 Indépendance du conseil d'administration*

L'indépendance des membres du conseil d'administration, c'est-à-dire la proportion des administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration, est un attribut significatif selon le code de bonne gouvernance d'entreprise (Aman et Nguyen, 2013). Un administrateur indépendant, en gouvernance d'entreprise, désigne un membre d'un conseil d'administration qui n'a pas de relation significative avec l'entreprise, ne fait pas partie de son équipe de direction et n'est pas impliqué dans les opérations quotidiennes de l'entreprise. Cotter et al. (1997) définissent les administrateurs indépendants comme « des administrateurs qui ne sont pas des employés actuels ou passés de la société, qui n'ont pas de liens commerciaux ou familiaux importants avec la direction (comme indiqué dans la circulaire de sollicitation de procurations), ni qui ont des liens commerciaux potentiels avec la société ». Les administrateurs indépendants sont réputés surveiller de manière plus efficace la direction que les administrateurs internes, puisqu'ils ont tendance à être plus objectifs, la carrière des administrateurs internes étant tributaire du chef de la direction (ou le CEO, chief executive officer, en langage courant). Aussi, les administrateurs externes doivent protéger leur réputation et s'assurer de ne pas affecter leur image en s'associant à des échecs d'entreprise (Aman et Nguyen, 2013). Ainsi, Bhojraj et Senupta (2003) ont observé que les entreprises ayant un plus grand nombre de membres indépendants siégeant sur le conseil d'administration bénéficient d'une notation de crédit plus élevée sur l'émission de nouvelles obligations. Ces résultats sont corroborés par Ashbaugh-Skaife et al. (2006), qui observent également un lien positif entre l'indépendance du conseil d'administration et la notation de crédit. Abbott et al. (2004) observent une relation négative entre la probabilité de retraitement des états financiers, d'une part, et l'indépendance du conseil d'administration ainsi que le niveau d'activité du comité d'audit, de l'autre. Il s'avère donc que, selon les résultats de l'étude d'Abbott et al.



(2004), le marché accorde une plus grande importance aux résultats financiers des entreprises qui ont un conseil d'administration indépendant et actif. Draief (2018) observe une relation négative entre l'indépendance des membres du conseil d'administration et le coût de la dette, autrement dit, l'indépendance du conseil d'administration permet de diminuer le coût de la dette pour l'entreprise. L'indépendance du conseil d'administration est donc perçue favorablement par les créanciers et les agences de notation, puisque les administrateurs indépendants se considèrent responsables de la protection de toutes les parties prenantes de la firme, outre les actionnaires (Draief, 2018). Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

*H1 : L'indépendance du conseil d'administration des firmes sous surveillance négative CW/OL influence positivement la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit.*

#### *3.5.1.2 La dualité président-directeur général/président du conseil d'administration*

La dualité des fonctions (c'est-à-dire le fait pour une même personne de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction) permet au PDG (président-directeur général) de contrôler l'information disponible aux autres membres. Ainsi, Ashbaugh-Skaife et al. (2006) observent que la note de crédit est négativement liée au pouvoir du CEO sur le conseil d'administration. Une relation positive entre le coût de la dette et la dualité des fonctions est observée par Draief (2018). En effet, le manque d'indépendance entre les administrateurs et le conseil d'administration semble être mal perçu par les créanciers, puisque cela affecterait le contrôle du conseil d'administration. Une relation positive entre la dualité des fonctions et l'utilisation des « accruals » discrétionnaires est également remarquée par Jensen (1993) et Bebchuk et Fried (2004), les « accruals » étant une mesure de la gestion des bénéfices, une pratique jugée inacceptable dans un bon système de gouvernance. Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

*H2 : La dualité des fonctions des firmes sous surveillance négative CW/OL influence négativement la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit.*

### 3.5.1.3 *La taille du conseil d'administration*

La taille du conseil d'administration est également une caractéristique importante de la gouvernance. Les conseils d'administration de grande taille peuvent être sujets à des problèmes de coordination et s'avérer plus difficiles à contrôler par la direction (Jensen, 1993). Ainsi, Beasley (1996) observe un lien positif et significatif entre la taille du conseil d'administration et la probabilité de fraudes aux états financiers. Dechow et al. (1996) estiment que les conseils d'administration de grande taille seraient moins efficaces en raison d'un manque de communication entre les membres au sein du conseil d'administration. Draief (2018) a examiné l'impact de la loi Sarbanes-Oxley sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et le coût de la dette sur un échantillon de firmes américaines. Il observe que la taille du conseil d'administration est positivement liée au coût de la dette avant SOX. Les créanciers considèrent qu'un large conseil d'administration, visant à agir dans l'intérêt des actionnaires, pourrait nuire à leur intérêt, en approuvant des projets d'investissement trop risqués par exemple (Draief, 2018). En revanche, pour la période après SOX, Draief (2018) n'observe pas d'effet significatif entre la taille du conseil d'administration et le coût de la dette. Selon ce chercheur, cela serait attribuable aux nouvelles exigences imposées par la loi SOX sur le fonctionnement du conseil d'administration. En revanche, les conseils d'administration de grande taille peuvent également être bénéfiques puisqu'ils sont en mesure de fournir une meilleure surveillance grâce à un plus grand partage de l'information (Aman et Nguyen, 2013). Les obligataires perçoivent généralement les conseils d'administration de grande taille comme favorables, puisque les grands groupes de décisions prennent moins de risque et qu'il est plus difficile de convaincre un grand groupe de prendre des décisions controversées (Aman et Nguyen, 2013). À l'inverse, un conseil de grande taille peut amener des problèmes de coordination et des conflits d'intérêts ce qui pourrait affaiblir le système de gouvernance et nuire à la notation de crédit. Ainsi, certaines études concluent à un effet non linéaire de la taille du conseil d'administration, suggérant qu'il existe une taille optimale au-delà de laquelle les avantages que présente un grand conseil d'administration tendent à diminuer. Bien qu'il n'existe aucun consensus dans la littérature quant à l'effet de la taille du conseil d'administration sur la notation de crédit, nous trouvons tout de même pertinent d'observer si dans le contexte particulier de la surveillance de crédit, la taille du conseil d'administration pouvait avoir une influence sur la décision des

agences. Nous n'émettrons donc pas d'hypothèse quant au sens de la relation et formulons la suivante :

*H3 : La taille du conseil d'administration des firmes sous surveillance négative CW/OL influence la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit.*

#### *3.5.1.4 La représentation des femmes siégeant sur le conseil d'administration*

En améliorant l'indépendance du conseil d'administration, la représentation des femmes siégeant sur le conseil d'administration a pour effet d'améliorer les contrôles internes sur les activités des gestionnaires et des dirigeants (Carter et al., 2017). Les femmes sont réputées être plus éthiques dans leurs activités professionnelles et, de ce fait, moins tolérantes face aux comportements opportunistes que leurs homologues masculins. Carter et al. (2017) observent qu'elles sont également plus prudentes, conservatrices et averses au risque que les hommes dans leur prise de décisions. Faccio et al. (2016) observent que la plus grande sensibilité des femmes serait liée à un taux d'endettement moins élevé, une plus faible volatilité des résultats et augmenterait les chances de survie de la firme, ce qui aurait pour effet de réduire le risque de crédit. Datta et al. (2021) ont montré que la présence de femmes administratrices a un effet positif sur la note de crédit. Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

*H4 : Le nombre de femmes siégeant sur le conseil d'administration des firmes sous surveillance négative CW/OL influence positivement la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit.*

#### *3.5.1.5 La taille du comité d'audit*

La SEC (Security and Exchange Commission) exige que les comités d'audit soient composés d'au moins quatre administrateurs. Un comité d'audit de grande taille est réputé posséder différentes aptitudes et expertises et donc, améliorer la qualité des rapports financiers (Abubakar et al., 2021). Anderson et al. (2004) observent que les comités d'audit de grande taille seraient associés à une plus grande transparence vis-à-vis des actionnaires et à une meilleure performance en comparaison des comités d'audit de petite taille. Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

*H5 : La taille du comité d'audit des firmes sous surveillance négative CW/OL influence positivement la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit.*

En somme, il ressort de ces études que certaines variables de gouvernance ont un effet positif sur la note de crédit. Les entreprises sous surveillance n'ont pas intérêt à voir leur notation se traduire par un abaissement et nous croyons qu'elles prendront des moyens pour répondre aux préoccupations des agences de notation.

Il convient, dans la prochaine section, de présenter notre échantillon et les modèles permettant de tester nos hypothèses.

### 3.6 Échantillon et méthodologie

Nous présentons, dans cette section, notre échantillon et les variables permettant d'évaluer la structure de gouvernance des entreprises sous surveillance de crédit.

#### 3.6.1 Échantillon

Le présent chapitre reprend l'échantillon de firmes placées sous surveillance CW et OL détaillé au chapitre 2. Ainsi, l'étude porte sur les entreprises américaines ayant fait l'objet d'une mise sous surveillance (CW) ou d'une perspective de crédit (OL) par l'agence Standard and Poor's<sup>24</sup> sur la période allant de 2005 à 2019. Hill et al.(2010) observent que l'agence S&P aurait tendance à être plus active et produirait de nouvelles évaluations plus rapidement et en plus grand nombre, comparativement à ses rivales, les agences Moody's et Fitch.

Nous avons collecté les données relatives aux CW et aux OL à partir de la base de données EIKON de Refinitiv et les données comptables seront tirées de la base de données Compustat (Compustat Annual Industrial And Research Files). Les variables d'intérêt concernant la gouvernance ont été

---

<sup>24</sup> Conformément à la littérature, nous percevons les grandes agences de notation (Moody's, Standard and Poor's et Fitch) comme homogènes (Chung et al. (2012) et Dichev et Piotrosky (2001)). De ce fait, nous avons sélectionné l'agence S&P comme agence représentative.

tirées de la base de données Bloomberg. Pour être incluses dans l'échantillon, les données relatives aux attributs de la gouvernance devront être disponibles dans Bloomberg et les données comptables disponibles dans Compustat. De plus, les firmes sous surveillance CW/OL devront avoir au moins un rapport annuel tombant à l'intérieur de la période de CW/OL. Conformément à ce qui s'est fait dans la littérature, nous avons exclu de notre échantillon les institutions financières (SIC codes 6000-6999), car elles sont sujettes à des règles comptables et de présentation des états financiers différentes. Le Tableau 3.1 résume le processus de sélection des firmes de notre échantillon.

*Tableau 3. 1 Processus de sélection des firmes de l'échantillon*

Critères de sélection	Nombre d'observations (CW)	Nombre d'observations (OL)
Placement de notation à long terme sous CW/OL négatif par l'agence S&P	3846	2945
Après avoir enlevé les firmes financières (SIC 6000-6999)	2351	1815
Requiert les informations financières relatives aux variables de contrôle dans Compustat et les variables de gouvernance dans Bloomberg.	278	171

Le Panel A du Tableau 3.2 présente la distribution des CW et des OL de notre échantillon par année. Nous observons, pour les CW et les OL, le plus grand nombre d'annonces en 2009, l'année suivant la crise financière de 2008. Le Panel B du Tableau 3.2 présente la distribution des CW et OL par secteurs d'activité. Près de la moitié des firmes de notre échantillon appartiennent au secteur de la fabrication (SIC 2000-3999), suivi du secteur du transport, communications, électricité, gaz et service sanitaire (4000-4999) qui comptent respectivement 49 et 29 firmes sous surveillance CW et OL. Nous observons que les CW et OL sont distribués de façon homogène dans l'industrie. Le Panel C du Tableau 3.2 présente la résolution de l'agence pour les firmes de notre échantillon. Nous observons que 49.64% des CW et 66.08% des OL se sont conclus par une résolution positive (notation inchangée), signifiant que la probabilité d'une résolution favorable est plus élevée pour les firmes sous OL que pour les firmes sous CW. Le Panel D du Tableau 3.2 présente la distribution des CW et OL par notation de crédit. Pour les CW, on répertorie la plus haute concentration de firmes entre les notes A et B alors qu'elle se situe entre les notes BB- et B- dans le cas des OL signifiant que les CW sont le plus souvent attribués à des entreprises présentant déjà une bonne qualité de crédit alors que les OL sont attribués aux entreprises présentant une plus pauvre qualité

de crédit. Le panel E présente la distribution de CW et OL par catégorie de notation. Les firmes dont la notation se situe entre les notes AAA et BBB- se voient attribuer le grade investissement alors que les firmes possédant une notation inférieure à BBB- se voient accorder le grade spéculatif. Le grade investissement est attribué à un émetteur présentant une bonne qualité de crédit et représentant peu de risque de défaut de paiement. L'échelle de notation ainsi que ses catégories sont présentées à l'Annexe 2.

*Tableau 3. 2 Distribution des CW et des OL par année, secteur, résolution et notation*

Panel A : Distribution des (CW) et des (OL) par année

Années	CW	OL
2005	0	0
2006	1	0
2007	27	12
2008	30	28
2009	33	30
2010	14	11
2011	22	11
2012	29	10
2013	12	5
2014	15	9
2015	26	7
2016	15	17
2017	14	11
2018	18	10
2019	22	10
Total	278	171

Panel B : Distribution des (CW) et des (OL) par secteur d'activité

Secteurs	CW	OL
Exploitation minière	24	29
Construction	3	5
Fabrication	133	77
Transport, communication, électricité, gaz et service sanitaire	49	29
Commerce en gros	27	7
Services	38	22
Autre	4	2
Total	278	171

Panel C : Résolutions des (CW) et (OL)

Résolution	CW	%	OL	%
Positive	138	49.64	113	66.08
Négative	140	50.36	58	33.92
Total	278	100.00%	171	100%

Panel D : Distribution des (CW) et (OL) par notation

Notation	CW	OL
AAA	1	1
AA+	0	0
AA	2	1
AA-	3	0
A+	8	6
A	24	9
A-	21	4
BBB+	41	12
BBB	27	20
BBB-	27	9
BB+	23	7
BB	13	5
BB-	35	19
B+	21	10
B	21	18
B-	8	10
CCC+	1	7
CCC	3	8
CCC-	0	1
CC	2	25
C	0	0
SD/D	0	0
Total	281	172

## Panel E : Distribution des (CW) et (OL) par catégorie notation

Catégorie	CW	%	OL	%
Investissement	154	55.40%	61	35.67%
Spéculative	124	44.60%	110	64.33%
Total	278	100.00%	171	100%

En somme, nous observons que les CW et les OL sont distribués de façon homogène à travers la période à l'étude et l'industrie. En revanche, nous observons que la probabilité de recevoir une résolution favorable au terme de la surveillance est plus élevée pour les firmes sous surveillance OL que pour les firmes sous CW. Également, nous remarquons que les firmes sous surveillance CW possèdent généralement une notation supérieure à celle des firmes sous surveillance OL, ce qui pourrait influencer les résultats de nos analyses.

Nous présentons, dans la prochaine section, les modèles d'analyse.

### 3.6.2 Méthodologie

Nous examinerons si l'amélioration des pratiques de gouvernance a une influence sur la résolution de l'agence au terme de la période surveillance. L'analyse logistique permet de déterminer la relation qui pourrait exister entre la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance CW/OL d'une entreprise, d'une part, et la variation des variables explicatives (X) qui caractérisent cette entreprise (i) sur la période de surveillance de l'autre. La variation de la variable X de la firme i au temps t est calculée en soustrayant la valeur de cette même variable au temps t-1. La résolution est modélisée par une variable Y définie dans (0, 1), tel que P = 1 si la résolution de l'agence est positive (conservation de la notation initiale ou augmentation) et 0 autrement. Nous croyons que la probabilité marginale d'obtenir une résolution positive suit une distribution logistique tel que :

$$(1) P(RESOLUTION = 1) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta\chi + \beta_k\chi_{i,t})}}$$

La variable *RESOLUTION* est un indicateur qui est égal à 1 si la notation de la firme reste inchangée ou augmente à la suite de la résolution de l'agence et 0 autrement.



L'estimation de la régression logistique se fait à partir des variables explicatives relatives aux attributs de gouvernance. Seront également incluses dans notre modèle, une série de variables de contrôle couramment utilisées dans la littérature.

### *3.6.2.1 Attributs de gouvernance*

Les conseils d'administration jouent un rôle clé dans la supervision, l'évaluation et la régulation de la direction d'une entreprise. Parmi leurs responsabilités, l'une des plus cruciales pour les créanciers est la supervision des rapports financiers (Anderson et al., 2004). Ainsi, les agences de notation seront sensibles aux caractéristiques du conseil d'administration influençant le processus comptable.

Les variables de gouvernance retenues sont celles préalablement discutées dans la revue de la littérature, soit :

- L'indépendance du conseil d'administration (%BRD\_Ind) est mesurée par le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration, c'est-à-dire le rapport entre le nombre d'administrateurs indépendants et le nombre total d'administrateurs. Les administrateurs indépendants sont réputés surveiller de manière plus efficace la direction et sont perçus favorablement par les créanciers et les agences de notation, puisqu'ils se considèrent responsables de la protection de toutes les parties prenantes de la firme (Draief, 2018). Les administrateurs indépendants offrent un point de vue impartial et renforcent la surveillance. Nous tiendrons donc compte de l'indépendance du conseil dans notre analyse.
- La dualité des fonctions (Duality\_CEO) correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement. La dualité des fonctions de chef de la direction et celles de président du conseil d'administration semble être mal perçue par les créanciers et les agences de notation, puisqu'elle affecterait le pouvoir de contrôle du conseil d'administration (Ashbaugh-Skaife et al., 2006). L'indépendance du président du conseil est réputée réduire les conflits

d'intérêts et renforce la surveillance de la direction ce qui sera perçu favorablement par les agences.

- La taille du conseil d'administration (BRD\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. Les conseils d'administration de grande taille peuvent être sujets à des problèmes de coordination et s'avèrent plus difficiles à contrôler par la direction (Jensen, 1993) tandis que les conseils d'administration de grande taille sont réputés prendre moins de risque, puisqu'il s'avère plus difficile de convaincre un grand groupe de prendre des décisions controversées (Aman et Nguyen, 2013). La taille optimale du conseil d'administration varie selon la taille et la complexité de l'entreprise. Tarigant et Fitriany (2017) prévoient une relation non linéaire de la relation entre la taille du conseil d'administration et la notation de crédit. Dans un premier temps, l'augmentation du nombre de directeurs aura un impact positif sur l'entreprise, car elle est gérée et surveillée par un nombre croissant de personnes. Cependant, au-delà d'un certain seuil, l'augmentation du nombre de directeurs pourrait créer des problèmes de coordination, compliquant ainsi la prise de décision et impactant négativement la notation de crédit de l'entreprise (Tarigant et Fitriany, 2017). Ainsi, un conseil d'administration de taille modérée, qui varie généralement entre 7 et 15 membres, est généralement à favoriser.
- Le pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration (%Women) correspond au ratio du nombre de femmes siégeant sur le conseil d'administration divisé par le nombre total d'administrateurs. La diversité au sein du conseil d'administration, notamment en termes de genre, est réputée améliorer son indépendance et est associée à des pratiques de gouvernance plus robustes, ce qui pourrait influencer positivement la notation de crédit (Carter et al., 2017).
- La taille du comité d'audit (AUD\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le comité d'audit. Un comité d'audit de grande taille est réputé posséder différentes aptitudes et expertises et donc, améliorer la qualité des rapports financiers (Abubakar et al., 2021), ce qui sera perçu favorablement par les agences.

Dans la littérature, d'autres attributs de gouvernance, tels que l'expertise du conseil d'administration, l'indépendance du comité d'audit et la qualité de l'audit externe, sont reconnus exercer une influence sur la notation de crédit.

- L'expertise du conseil d'administration est généralement mesurée par une variable binaire prenant la valeur de 1 si un expert-comptable siège sur le conseil d'administration et 0 autrement. Les administrateurs ayant une expertise professionnelle contribuent généralement à une surveillance accrue (Anderson et al., 2004), ce qui sera perçu favorablement par les agences. Cette variable n'a cependant pas été retenue aux fins de cette étude, puisque la collecte des données relatives à cette variable n'a pas généré un nombre suffisant de résultats. Cela est dû au fait qu'il n'est pas toujours indiqué clairement dans les rapports annuels si l'administrateur détient ou non un titre professionnel.
- L'indépendance du comité d'audit est mesurée par le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant sur le comité d'audit, c'est-à-dire le rapport entre le nombre d'administrateurs indépendants et le nombre total d'administrateurs. Un comité d'audit de plus grande taille peut potentiellement consacrer davantage de temps et de ressources à la supervision des processus comptables. Nous n'avons pas tenu compte de cette variable lors de nos analyses puisque, dans cette étude, les membres du comité d'audit étaient, dans la grande majorité, tous indépendants.
- La qualité de l'audit externe correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si l'audit externe est effectué par un des quatre plus grands cabinets d'audit soit, quatre plus grands cabinets d'audit soit, Deloitte, Ernst & Young, KPMG et PricewaterhouseCoopers. Les entreprises auditées par des cabinets d'audit réputés devraient fournir une qualité d'audit plus élevée que celles auditées par des petites entreprises. La qualité de l'audit externe permet de réduire les doutes des créanciers quant à la qualité des états financiers, abaissant ainsi le risque de défaut et augmentant les notes de crédit (Tarigant et Fitriany, 2017). Nous n'avons pas tenu compte de cette variable puisque, dans cette étude, les firmes à l'étude étaient, dans la grande majorité, tous auditées par un grand cabinet.

#### 3.6.2.2 *Variables de contrôle*

Nous avons ajouté aux modèles d'analyse une série de caractéristiques de la firme, couramment utilisés dans la littérature, afin de contrôler pour d'autres facteurs pouvant influencer la notation de

crédit de la firme à la suite de la surveillance. L'inclusion de variables de contrôle permettra d'isoler l'impact des attributs de gouvernance. Ainsi, nous incluons :

- Le rendement de l'actif (ROA) correspond au résultat net avant les activités extraordinaires divisé par l'actif total de la période précédente. Ce ratio mesure la capacité de la firme à dégager un résultat avec ses actifs. Comme Rowchowdhury (2006), nous contrôlerons pour le rendement de l'actif puisqu'une rentabilité élevée pourrait influencer la notation.
- Le taux d'endettement (LEVERAGE) est calculé en divisant le passif total par l'actif total (Hill et al., 2019; Rowchowdhury, 2006; Liu et al., 2018 et Alali et al., 2012). Il représente le montant de la dette totale rapporté à l'actif total (Draief, 2018). Comme Liu et al. (2018), Alali et al. (2012) et Anderson et al., (2004), nous contrôlerons également pour le levier financier dans nos analyses puisque les firmes qui présentent un taux d'endettement élevé ont généralement moins d'actifs pour sécuriser leur dette et sont plus susceptibles de se retrouver en défaut de paiement.
- La croissance des revenus (REVGROW) est mesurée par la différence entre les revenus de la période et les revenus de la période précédente, le tout divisé par l'actif total de la période précédente (Liu et al., 2018). Tout comme Liu et al. (2018), nous contrôlerons pour la croissance des revenus puisqu'une forte croissance sera perçue favorablement par les agences de notation.
- La taille de la firme (SIZE) est mesurée par le logarithme naturel de l'actif total (Rowchowdhury, 2006). Les firmes de grande taille présentent généralement moins de risque pour les investisseurs et obtiennent des notations plus élevées. De ce fait, nous suivrons les études de Rowchowdhury (2006) et Anderson et al. (2004) et contrôlerons pour la taille de l'entreprise.
- La catégorie de notation (INVEST/SPEC) correspond à la catégorie associée à la note de crédit attribuée par S&P à l'émetteur avant la surveillance (CW/OL). Suivant les études de Carter (2015) et Jorion et al. (2005), nous contrôlerons pour la catégorie de notation puisque cette dernière pourrait influencer la résolution de l'agence. La catégorie de notation (INVEST/SPEC) correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 si elle appartient à la catégorie spéculative. Le grade investissement est attribué à un émetteur présentant une notation supérieure à BB+

alors qu'on attribue le grade spéculatif à un émetteur détenant une notation égale ou inférieure à BB+. Les catégories de notation sont présentées à l'Annexe 2.

- Le secteur d'activités (INDUSTRY) correspond à la division du secteur d'activités associée au code SIC (Standard Industrial Classification) de la firme émettrice. Suivant l'étude de Hill et al. (2019), nous contrôlerons pour le secteur d'activités puisque certains secteurs présentent des risques plus élevés et que cette variable pourrait influencer la notation. Les divisions associées aux codes SIC sont présentées à l'Annexe 3.
- La variable (2008) correspond à une variable binaire égale à 1 si la surveillance a eu lieu en 2008, année de la crise financière, et 0 autrement. Bon nombre d'entreprises ont subi les conséquences négatives de la crise financière de 2008 (Dehaan, 2017). Ce faisant il s'avère important de contrôler pour les différences spécifiques relatives à la crise financière de 2008.

Il convient dans la prochaine section de tester les hypothèses et de présenter les résultats de nos analyses.

### 3.7 Analyses des données et discussion des résultats

Nous présenterons dans un premier temps les statistiques descriptives des firmes de notre échantillon et observerons si la bonne pratique de gouvernance améliore les chances de l'émetteur de recevoir une résolution favorable au terme de la période de surveillance.

#### 3.7.1 Statistiques descriptives

Le Tableau 3.3 présente les statistiques descriptives des données financières de la population, de l'échantillon et la différence entre les statistiques de la population et celles de l'échantillon. Par souci d'harmoniser les données à travers cette thèse, la population est composée d'entreprises présentant des caractéristiques similaires à celles des firmes de l'échantillon à la distinction qu'elles ne font pas face à un placement sous surveillance. Les firmes de l'échantillon correspondent aux firmes placées sous surveillance de crédit (CW et OL) sur la période à l'étude et pour lesquelles les données relatives à la gouvernance ont pu être obtenues. Le test de différence de moyennes/médianes nous permet de constater que les firmes de notre échantillon et celles de la

population présentent des différences à certains niveaux. À la lecture des résultats, nous constatons que les firmes de notre échantillon et celles de la population présentent généralement un rendement de l'actif (ROA), des « accruals » totaux (TACC) et un résultat net moyen similaire. En revanche, nous observons des différences en ce qui a trait au taux d'endettement (LEVERAGE), à la taille (SIZE), à la croissance des revenus (REVGROW), aux flux de trésorerie liés à l'exploitation (CFO) et au ratio de la valeur marchande sur la valeur comptable des actions (MTB). En effet, les firmes de notre échantillon accusent un taux d'endettement supérieur de même qu'une croissance des revenus, un ratio cours/valeur comptable et un résultat net inférieur à celui de la population. Ces différences peuvent en partie expliquer la décision des agences d'avoir jugé nécessaire de placer les firmes de l'échantillon sous surveillance négative de crédit.

Tableau 3. 3 Statistiques descriptives des données financières sur la période de surveillance

Variables	Population (jumelles)				Échantillon				Différence	
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane	Moyenne	Médiane
ROA	1084	-0.0457	0.3037	0.0206	565	-0.0298	0.2619	0.0152	0.0159	-0.0054
LEVERAGE	822	0.3597	0.4538	0.2713	529	0.4094	0.2417	0.3732	0.0497***	0.1019***
SIZE	1086	2.8367	0.9945	2.8586	566	3.8842	0.5908	3.8247	1.0475***	0.9661***
TACC	1075	-0.0876	0.2003	-0.0604	565	-0.0824	0.0934	-0.0648	0.0052	-0.0044
REVGROW	1084	0.0347	0.3041	0.0128	565	0.0001	0.2422	0.0101	-0.0346**	-0.0027**
LogMTB	761	0.2320	0.4303	0.2169	545	0.0021	0.0116	0.0015	-0.2299***	-0.2154***
NI	1084	183.1632	673.5783	7.2320	565	157.3715	1745.912	73.9400	-25.7917	66.7080***
CFO	1082	0.0653	0.1240	0.0763	565	0.0778	0.0667	0.0787	0.0125***	0.0024

Notes : Le Tableau 3.3 présente les statistiques descriptives de l'échantillon de firmes sous surveillance CW et de OL, de la population et leur différence. La population représente les firmes jumelées aux firmes de l'échantillon sur la base du ROA, mais, qui n'ont pas fait l'objet d'une surveillance. La différence correspond à la différence entre les données de la population et celles de l'échantillon. Le rendement de l'actif ROA est calculé en divisant le résultat avant les activités extraordinaires par l'actif total au temps t-1 (Compustat IBCY/ATQ), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTTQ + DLCQ)/ATQ), SIZE représente la taille de l'entreprise mesurée par le Log de l'actif total (Compustat ATQ), TACC représente les « accruals » totaux calculés en divisant le résultat avant les activités extraordinaires moins les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation par l'actif total de la période précédente (Compustat (IBCY- (OANCFY – XIDOCY))/ATQ), REVGROW représente l'augmentation des ventes calculée par la variation des ventes (Compustat SALEQ), MTB représente le ratio cours/valeur comptable (Compustat (CSHOQ \* PRCCM)/CEQQ), NI, le résultat net avant les activités extraordinaires (Compustat IBCY) et CFO, les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles divisés par l'actif total de la période précédente (Compustat OANCFY/ATQ). La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de la valeur de la variable au temps t. Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été appliqués pour examiner si les différences de moyennes et médianes entre les deux groupes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% afin d'éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Le Tableau 3.4 présente les statistiques descriptives des variables d'intérêt relatives à la gouvernance pour les firmes sous surveillance CW et OL ainsi que la différence entre les attributs de gouvernance pour ces dernières. Nous observons que les firmes de notre échantillon sous CW et OL sont dotées d'un conseil d'administration majoritairement indépendant composé d'environ 10 membres dont 15% d'entre eux étaient des femmes. Également, pour 50% de notre échantillon, le président-directeur général endossait également le rôle de président du conseil d'administration. Le comité d'audit de ces firmes est constitué d'environ 4 membres. De manière générale, nous observons pour les firmes sous surveillance CW, une pratique de gouvernance légèrement supérieure à celle des firmes sous OL. Nos résultats montrent une différence significative entre les attributs de gouvernance relatifs à l'indépendance du conseil d'administration, à la représentation des femmes sur le conseil d'administration et à l'expertise du comité d'audit pour ces deux types d'action de surveillance. Cela s'explique par le fait que les firmes placées sous CW sont généralement associées à une note de crédit plus élevée en comparaison aux firmes placées sous surveillance OL. La gouvernance étant fonction du risque de crédit, nos résultats suggèrent que les firmes sous CW surperforment les firmes sous OL au niveau de la gouvernance.



Tableau 3. 4 Statistiques descriptives des attributs de gouvernance

Variables	CW			OL			Différence			
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane	Moyenne	Médiane
BRD_Size	344	10.1625	2.1098	10	196	10.0985	2.3059	10	0.0640	0
% BRD_Ind	344	0.8116	0.131	0.8571	196	0.7783	0.1685	0.8333	0.0333**	0.0238**
Duality_CEO	344	0.4903	0.5006	0	196	0.4828	0.5009	0	0.0075	0
% Women	344	0.1591	0.1022	0.1538	196	0.1417	0.104	0.1429	0.0174**	0.0109**
Audit_Size	344	4.0289	1.103	4	196	3.8782	0.977	4	0.1507*	0

Notes : Le Tableau 3.4 présente les statistiques descriptives des attributs de gouvernance pour les firmes sous OL. La taille du conseil d'administration (BRD\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration (%BRD\_Ind) correspond au nombre d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration. La dualité président-directeur général/ président du conseil d'administration (Duality\_CEO) est une variable binaire prenant la valeur de 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement. La variable %Women correspond au pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration. La taille du comité d'audit (Audit\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le comité d'audit. Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été appliqués pour examiner si les différences de moyennes et médianes entre les deux groupes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% afin d'éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

### 3.7.2 Comparaison des moyennes et des médianes de la variation des attributs de gouvernance autour de la surveillance

Le Tableau 3.5 présente les statistiques descriptives de la variation des attributs de gouvernance autour de la surveillance pour les firmes sous surveillance CW et OL. La variation des attributs de gouvernance est obtenue en soustrayant la valeur au temps  $t-1$  de la valeur de l'attribut de gouvernance au temps  $t$ . Afin d'observer si les entreprises placées sous surveillance négative (CW/OL) fournissent un effort sur la période de surveillance pour améliorer leurs pratiques de gouvernance, nous analyserons les variations moyennes et médianes des attributs de gouvernance autour de la surveillance et nous vérifierons si ces variations sont significativement différentes de 0. Un Test  $t$  statistique de différence des moyennes sera appliqué dans le cas où la moyenne est utilisée et un test de Wilcoxon dans le cas où la médiane est utilisée.

Le panel A du Tableau 3.5 présente les statistiques descriptives de la variation des attributs de gouvernance autour de la surveillance pour les firmes sous CW. Nous observons une augmentation moyenne du pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration (0.0120) sur la période de surveillance CW. Ce résultat est significatif au seuil de 1%. Le conseil d'administration a pour rôle la surveillance de la direction de l'entreprise. Les administrateurs indépendants sont réputés surveiller plus efficacement la direction (Draief, 2018). N'ayant pas de rôle significatif dans l'entreprise, les administrateurs indépendants considéreront l'ensemble des parties prenantes, dont les obligataires, dans leur prise de décision. Ce faisant, une augmentation de l'indépendance du conseil d'administration sera favorablement perçue par les obligataires. Nous observons également une diminution de la dualité entre l'endossement des fonctions de président-directeur général et celles de président du conseil d'administration (-0.0368). Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Le fait que le président-directeur général de l'entreprise ne soit pas à la fois président du conseil d'administration sera perçu favorablement par les obligataires, puisque cette dualité affecterait le contrôle du conseil d'administration (Draief, 2018). Nous observons également une augmentation du pourcentage des femmes siégeant sur le conseil d'administration (0.0098). Ce résultat est significatif au seuil de 1%. Les administrateurs féminins sont perçus favorablement par les obligataires, puisqu'elles sont réputées améliorer la transparence et la crédibilité des états financiers (Kim et al., 2020). Cette augmentation du pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration résulte reflète une tendance qui s'est amorcée depuis une

vingtaine d'années. À titre d'exemple, les commissaires de la SEC ont approuvé, en août 2021, la proposition du Nasdaq visant à introduire de nouvelles exigences en matière de diversité au sein des conseils d'administration de ses émetteurs. Ces règles seront introduites progressivement jusqu'en 2025 et les conseils d'administration des émetteurs devront inclure au moins une personne issue de la diversité ou, à défaut, expliquer pourquoi ils ne se conforment pas à la règle (MacDougall et Comerford, 2023).

Le panel B du Tableau 3.5 présente les statistiques descriptives de la variation des attributs de gouvernance autour de la surveillance pour les firmes sous OL. Nous observons une réduction de la taille du conseil d'administration (-0.1600) et une augmentation de la représentation des femmes siégeant sur le conseil d'administration (0.0070). Ces résultats sont significatifs au seuil de 10% et 5%. Un conseil d'administration de plus petite taille et une augmentation de la représentation des femmes sur le conseil d'administration seront perçus favorablement par les obligataires, puisque ces derniers considèrent qu'un large conseil d'administration, visant à agir dans l'intérêt des actionnaires, pourrait nuire à leur intérêt, en approuvant des projets d'investissement trop risqués par exemple (Draief, 2018). Également, il est de plus en plus prôné, surtout dans les pratiques de gouvernance des entreprises cotées en bourse, d'avoir une plus grande diversité en particulier au sein de leurs conseils d'administration. Cette diversité passe notamment par une plus forte présence de femmes.

L'ensemble de ces résultats de comparaisons de moyennes et de médianes semble donc montrer que les entreprises ayant été mises sous surveillance de crédit (CW ou OL) ont posé des actions allant dans le sens de faire certains changements dans leur structure de gouvernance pendant la période de ladite surveillance. Il reste maintenant à savoir si ces changements ont eu un effet sur la résolution de l'agence de notation qui les a mises sous surveillance. Les résultats des analyses de corrélation et de régressions qui suivent devraient donner des indications à cet effet.

Tableau 3. 5 Statistiques de comparaisons de moyennes et médianes des attributs de gouvernance autour de la période de surveillance

Panel A : Variations moyennes et médianes des attributs de gouvernance sur la période de surveillance CW

Variables	t-1				t				t+1			
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane
Δ BRD_Size	293	0.0478	1.0906	0	327	0.0153	1.3801	0	350	0.0229	1.1823	0
Δ % BRD_Ind	291	0.0061*	0.0596	0.0000**	324	0.0120***	0.0545	0.0000***	347	0.0040	0.0629	0.0000
Δ Duality_CEO	292	0.0205	0.2864	0	325	-0.0369*	0.3405	0*	348	-0.0144	0.2887	0
Δ % Women	292	0.0067**	0.0490	0.0000	325	0.0098***	0.0559	0.0000***	348	0.0084***	0.0475	0.0000
Δ Audit_Size	281	-0.0498	0.7053	0	313	-0.0479	0.7559	0	334	0.0509	0.7231	0

Panel B : Variations moyennes et médianes des attributs de gouvernance sur la période de surveillance OL

Variables	t-1				t				t+1			
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane
Δ BRD_Size	147	-0.0816	1.1318	0	175	-0.1600*	1.2492	0	196	-0.0816	1.1826	0
Δ % BRD_Ind	146	0.0030	0.0585	0.0000	174	0.0091	0.0790	0.0000**	195	0.0015	0.0649	0.0000
Δ Duality_CEO	147	-0.0476	0.3762	0	175	-0.0229	0.3208	0	196	-0.0357	0.3563	0
Δ % Women	147	0.0064*	0.0395	0.0000**	175	0.0070**	0.0417	0.0000**	196	0.0116***	0.0600	0.0000**
Δ Audit_Size	141	-0.0426	0.6641	0	166	0.0120	0.6605	0	190	-0.0895*	0.6485	0*

Notes : Le Tableau 3.5 présente les statistiques descriptives de la variation des attributs de gouvernance pour les firmes sous surveillance CW et OL. Les données sur la gouvernance sont tirées de la base de données Bloomberg. La taille du conseil d'administration (Brd\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration (%BRD\_Ind) correspond au nombre d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration. La dualité président-directeur général/ président du conseil d'administration (Duality\_CEO) est une variable binaire prenant la valeur de 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement. (%Women) correspond au pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration. La taille du comité d'audit (Audit\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le comité d'audit. La variation des attributs de gouvernance est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de l'attribut de gouvernance au temps t. Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été utilisés pour examiner si les variations moyennes et médianes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

### 3.7.3 Résultats des analyses de corrélation

Le tableau 3.6 présente les matrices de corrélation pour les échantillons de firmes sous CW/OL. Le Panel A du Tableau 3.6 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre les variables de gouvernance et financières employées dans les analyses et la résolution de l'agence suite à la période surveillance CW. La matrice de corrélation montre une relation inverse entre la taille du conseil d'administration (-0.13), la catégorie de notation (-0.12), le secteur d'activité (-0.08) et la résolution de l'agence. Signifiant qu'un plus petit coefficient pour ces variables favoriserait les chances pour l'entreprise d'obtenir une résolution favorable. Étonnamment, nous notons une relation significative et négative entre la présence de femmes administratrices sur le conseil d'administration (-0.14) et la résolution. La présence de femmes administratrices sur le conseil d'administration étant généralement perçue favorablement par les obligataires, il est possible que cette corrélation résulte du fait que les entreprises de plus petite taille sont généralement également composées d'un conseil d'administration de plus petite taille et dotées d'une notation inférieure. Autrement dit, les agences de notation semblent donner plus de chance aux entreprises avec une faible notation, quelle que soit leur structure de gouvernance, relativement à ces deux attributs. Nous notons une relation positive entre la croissance des revenus (REVGROW) et le rendement de l'actif (ROA), deux variables prépondérantes de l'estimation des notations. Globalement, nos résultats indiquent qu'il n'y a aucune corrélation suffisamment forte entre les variables pour causer des problèmes de multicolinéarité.

Le Panel B du Tableau 3.6 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre les variables de gouvernance et financières employées dans les analyses et la résolution de l'agence suite à la période surveillance OL. Nous n'observons aucun problème de multicolinéarité entre les variables du modèle. Nous notons que la résolution de l'agence des firmes sous surveillance OL est positivement corrélée avec le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration (0.22) et la représentation des femmes sur le conseil d'administration (0.27). Cette relation est significative, respectivement au seuil de 5% et 1%. Inversement aux entreprises sous surveillance CW, les agences seraient plus enclines à accorder une résolution favorable aux émetteurs sous OL présentant une meilleure qualité de crédit (INVEST/SPEC), de plus grande taille et présentant un pourcentage plus élevé de femmes siégeant sur le conseil d'administration.

Notons que le rendement de l'actif (ROA), le ratio d'endettement (LEVERAGE), la croissance des revenus (REVGROW), la crise financière (2008) et le secteur d'activité (INDUSTRY) ont également pour effet d'exercer une influence positive et significative sur la résolution. Ainsi, les agences de notation semblent valoriser, pour les entreprises sous surveillance OL, un bon rendement sur les actifs (ce qui est normal), un certain niveau d'endettement (l'endettement étant vu comme une opportunité de financement et d'investissement à long terme), évidemment la croissance des revenus. Plus particulier encore, les agences semblent avoir donné des points positifs aux entreprises sous surveillance OL qui sont passées à travers la crise financière de 2008.

En somme, il est intéressant d'observer les différences et les similitudes entre les actions de surveillance CW et les OL. Les matrices de corrélation nous indiquent que les critères d'évaluation diffèrent dépendamment du type d'action évalué. Ainsi, pour les CW, ce sont le plus souvent les émetteurs présentant une plus faible qualité de crédit qui réussissent à conserver leur notation, alors que les agences accorderont le plus souvent une résolution favorable aux émetteurs sous OL présentant à la base une bonne qualité de crédit. Pour les deux types d'action, le rendement des actifs (ROA) et la croissance des revenus (REVGROW) est un facteur déterminant de la résolution.

Tableau 3. 6 Matrice de corrélation

Panel A : Matrice de corrélation pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
CW.RESOLUTION	A	1												
BRD_Size	B	-0.13*	1											
%BRD_Ind	C	-0.09	0.25***	1										
Duality_CEO	D	0.05	-0.02	0.22***	1									
%Women	E	-0.14**	0.32***	0.36***	0.09	1								
Aud_Size	F	-0.02	0.47***	0.37***	0.13*	0.20***	1							
ROA	G	0.09*	0.07	0.00	0.12*	0.09	0.04	1						
LEVERAGE	H	0.01	-0.12*	-0.19***	-0.04	-0.11*	-0.05	-0.24***	1					
REVGROW	I	0.14***	0.01	-0.05	-0.04	-0.05	-0.02	0.11**	0.03	1				
SIZE	J	-0.05	0.47***	0.12*	0.10	0.31***	0.21***	0.20***	-0.33***	0.07	1			
2008	K	0.01	0.01	0.06	0.05	-0.08	0.02	-0.20***	0.10*	0.04	-0.13***	1		
INVEST/SPEC	L	-0.12**	0.29***	0.24***	0.13*	0.28***	0.18***	0.27***	-0.39***	-0.02	0.45***	-0.10*	1	
INDUSTRY	M	-0.08*	0.05	-0.15**	0.03	0.10	-0.13*	0.08*	0.13**	0.12**	-0.01	-0.02	-0.06	1

Notes : Le Tableau 3.6 Panel A présente les coefficients de corrélation de Pearson pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW. CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance. La taille du conseil d'administration (BRD\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration (%BRD\_Ind) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. La dualité président-directeur général/président du conseil d'administration, Duality\_CEO est une variable binaire prenant la valeur de 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement. %Women correspond au pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration. La taille du comité d'audit Aud\_Size correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le comité d'audit. ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été winsorisées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Matrice de corrélation pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
OL.RESOLUTION	A	1												
BRD_Size	B	0.12	1											
%BRD_Ind	C	0.22**	-0.07	1										
Duality_CEO	D	0.04	0.11	0.12	1									
%Women	E	0.27***	0.27***	0.30***	-0.02	1								
Aud_Size	F	0.14	0.25***	0.38***	0.17*	0.22**	1							
ROA	G	0.27***	0.15*	0.03	-0.06	0.18**	0.15*	1						
LEVERAGE	H	-0.27***	-0.16*	-0.29***	0.07	-0.29***	-0.11	-0.28***	1					
REVGROW	I	0.14**	0.14	-0.02	0.02	0.16*	0.06	0.12**	0.04	1				
SIZE	J	0.24***	0.57***	0.08	0.15*	0.30***	0.21**	0.27***	-0.35***	0.15**	1			
2008	K	0.12*	0.05	0.04	0.04	0.01	0.01	0.01	-0.07	-0.05	-0.02	1		
INVEST/SPEC	L	0.31***	0.31***	0.23***	0.14*	0.36***	0.24***	0.17***	-0.35***	0.06	0.44***	0.08	1	
INDUSTRY	M	0.25***	0.17*	-0.13	0.07	0.23***	-0.07	0.24***	-0.02	0.12*	0.06	0.09	0.10*	1

Notes : Le Tableau 3.6 Panel B présente les coefficients de corrélation de Pearson pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL. OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance. La taille du conseil d'administration (BRD\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration (%BRD\_Ind) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. La dualité président-directeur général/président du conseil d'administration, Duality\_CEO est une variable binaire prenant la valeur de 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement. %Women correspond au pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration. La taille du comité d'audit Aud\_Size correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le comité d'audit. ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.



### 3.7.4 Résultats des analyses de régression sur les liens entre la variation des attributs de la gouvernance et la résolution de l'agence de notation de crédit à la suite d'une période de surveillance

Le Tableau 3.7 présente les résultats des analyses de régression du lien entre la résolution de l'agence et la variation des attributs de gouvernance pour l'échantillon de CW et OL. La variation correspond à la différence entre la valeur de la variable X de la firme i au temps t et sa valeur au temps t-1. Certains attributs de gouvernance, notamment ceux liés à la structure du conseil d'administration, ont une influence sur la notation des émetteurs en général (Ashbaugh-Skaife et al., 2006). Qu'en est-il des émetteurs sous surveillance? Est-ce qu'un effort d'amélioration de la gouvernance sur la période de gouvernance serait suffisant aux yeux des agences pour leur attribuer une résolution favorable?

Pour les firmes sous CW, nous observons une relation négative entre la variation de la taille du conseil d'administration (-0.280) et la résolution. Ce coefficient est significatif au seuil de 5%. Les conseils d'administration de grande taille peuvent être sujets à des problèmes de coordination et s'avèrent plus difficiles à contrôler par la direction (Jensen, 1993). Une réduction de la taille du conseil d'administration serait donc perçue favorablement par les agences. Les obligataires considèrent qu'un large conseil d'administration, visant à agir dans l'intérêt des actionnaires, pourrait nuire à leur intérêt (Draief, 2018). Nous notons également une relation positive entre la variation de la taille du comité d'audit (0.550) et la résolution de l'agence pour la firme sous CW. Ce résultat est significatif au seuil de 1%. Une augmentation de la taille du comité d'audit serait perçue favorablement par les agences et augmente la probabilité d'une résolution favorable pour les firmes sous CW. Un comité d'audit de grande taille est réputé posséder différentes aptitudes et expertises et donc, améliorer la qualité des rapports financiers (Abubakar et al., 2021).

Pour les firmes sous OL, la variation de certains attributs liés à gouvernance sur la période de surveillance ne semble pas impacter la résolution de l'agence. Nous observons, pour les CW et les OL, une relation positive entre le rendement de l'actif (ROA) et la résolution de l'agence. Ces coefficients sont respectivement de 5.503 et 3.303 pour les CW et les OL et sont significatifs au seuil de 1% et 10%. Pour les CW, la croissance des revenus (REVGROW) et la catégorie à laquelle appartient la notation (INVEST/SPEC) exercent une influence sur la résolution, alors que pour les

OL, ce sont plutôt les variables associées au ratio d'endettement (LEVERAGE) et à la catégorie de notation (INVEST/SPEC) qui ont le plus d'influence. En somme, nous observons qu'un effort d'amélioration de la qualité de la gouvernance, notamment au niveau de la réduction de la taille du conseil d'administration et de l'augmentation de la taille du comité d'audit, a une influence positive sur la résolution de l'agence pour les firmes sous CW. Pour les firmes sous OL, l'amélioration de la qualité de la gouvernance ne semble pas être un facteur suffisant pour faire pencher la résolution de l'agence en sa faveur. Les hypothèses H3 et H5, selon lesquelles la taille du conseil d'administration des firmes sous surveillance CW/OL influence la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit et que la taille du comité d'audit des firmes sous CW/OL influence positivement la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance de crédit, sont partiellement validées.

Tableau 3. 7 Régressions logistiques du lien entre la résolution de l'agence et la variation des attributs de gouvernance pour l'échantillon de CW et OL

	CW	OL
Δ BRD_Size	-0.280** (0.112)	0.080 (0.226)
Δ % BRD_Ind	-0.018 (0.025)	-0.015 (0.038)
Δ Duality_CEO	0.176 (0.425)	0.739 (0.686)
Δ % Women	0.010 (0.023)	-0.046 (0.063)
Δ Aud_Size	0.550*** (0.211)	0.050 (0.408)
ROA	5.503*** (1.756)	3.303* (1.877)
LEVERAGE	-0.319 (0.814)	-2.723*** (0.909)
REVGROW	1.023* (0.590)	1.034 (1.230)
SIZE	0.112 (0.265)	-0.175 (0.435)
2008	0.514 (0.539)	1.824 (1.250)
INVEST/SPEC	-1.283*** (0.325)	1.587** (0.691)
Constante	0.185 (1.171)	1.542 (1.849)
Effet fixe (secteur)	YES	YES
Observations	270	151
Pseudo R2	0.27713477	0.5688860

Notes : Le tableau 3.7 présente les résultats de la régression linéaire multiple de la résolution de l'agence sur la variation des attributs de gouvernance pour les firmes sous surveillance CW et OL. La taille du conseil d'administration (Brd\_Size) correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration (%BRD\_Ind) correspond au nombre d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration. La dualité des fonctions de président-directeur général/président du conseil d'administration Duality\_CEO est une variable binaire prenant la valeur de 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement. %Women correspond au pourcentage de femmes siégeant sur le conseil d'administration. La taille du comité d'audit Aud\_Size correspond au nombre d'administrateurs siégeant sur le comité d'audit. ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY Fixed effect correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. La variation des attributs de gouvernance est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de l'attribut de gouvernance au temps t. Toutes les variables ont été winsorisées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

### 3.8 Conclusion et discussion

Cette étude a pour objectif d'observer la relation qui pourrait exister entre la résolution de l'agence de notation au terme de la période de surveillance (CW et OL) et les changements apportés à certains attributs de gouvernance sur la période de surveillance. Plusieurs études ont fait le lien entre la gouvernance et les notations de crédit, mais aucune, à notre connaissance, n'avait encore étudié la gouvernance en lien avec les CW et les OL. La plupart de ces études concluent à un impact positif de la gouvernance sur la notation de crédit de l'émetteur (Alali et al., 2012; Bradley et al., 2008; Ashbaugh-Skaife et al., 2006 et Bhojraj et Senupta, 2003), mais qu'en est-il des émetteurs sous surveillance de crédit?

Ces actions de surveillance, CW et OL, n'ont cessé de gagner en importance depuis leur instauration dans les années 80 et Holthausen et Leftwich (1986) et Ederington et Goh (1998) ont montré que les CW et le OL ont une valeur considérable pour les investisseurs et les autres acteurs du marché, car elles sont porteuses de nouvelles informations. L'activité des notations, de même que la surveillance, se déroule dans un contexte d'asymétrie de l'information ou le dirigeant détient naturellement plus d'information sur son entreprise que les actionnaires, les obligataires ou que l'agence de notation tenue de l'évaluer. Afin d'aligner les intérêts des actionnaires et des obligataires avec ceux des dirigeants et de restreindre le comportement opportuniste des dirigeants, des coûts d'agence seront déployés. Ainsi, les agences de notation porteront une attention particulière au système de gouvernance de l'entreprise dans leur évaluation de la qualité de crédit de l'émetteur. Nous avons ainsi souhaité vérifier si certains de ces attributs, et plus particulièrement leur changement pendant la période de surveillance de crédit, pouvaient impacter la résolution de l'agence au terme de ladite surveillance et ainsi éviter à une firme les lourdes conséquences associées à l'abaissement de la notation.

En nous appuyant sur la théorie de l'agence, nos résultats montrent que les firmes sous surveillance CW et OL fournissent des efforts au niveau de la qualité de leur gouvernance sur la période de surveillance. Nous observons, pour les firmes sous surveillance CW, une amélioration au niveau de l'indépendance du conseil d'administration, une réduction de la dualité entre les fonctions de président-directeur général et celles de président du conseil d'administration et une augmentation

de la représentation des femmes au sein du conseil d'administration. Un conseil d'administration impartial est souhaitable puisqu'il offrira l'assurance que les intérêts de toutes les parties prenantes seront considérés. Pour les firmes sous surveillance OL, ce sont plutôt les attributs liés à l'augmentation de la taille du conseil d'administration et à l'augmentation de la représentation des femmes au sein du conseil d'administration qui sont visées par ces changements.

Pour les firmes sous surveillance CW, les résultats de nos analyses de régression logistiques indiquent que ce serait plutôt les variables associées à une réduction de la taille du conseil d'administration et à une augmentation de la taille du comité d'audit qui seraient associées à une résolution positive de la part de l'agence au terme de la période de surveillance négative de crédit. Une réduction de la taille du conseil d'administration est généralement perçue favorablement par les obligataires et les agences de notation, puisque ces derniers considèrent qu'un large conseil d'administration, visant à agir dans l'intérêt des actionnaires, pourrait nuire à leur intérêt, en approuvant des projets d'investissement trop risqués par exemple (Draief, 2018). Anderson et al. (2004) observent que les comités d'audit de grande taille seraient associés à une meilleure performance en comparaison des comités d'audit de petite taille et Ashbaugh-Skaife et al. (2006) suggèrent qu'une meilleure performance de l'entreprise devrait profiter à toutes les parties prenantes, entraînant ainsi des notations de crédit plus élevées. En somme, une amélioration des pratiques de gouvernance, notamment au niveau de la réduction de la taille du conseil et de l'augmentation de la taille du comité d'audit, renforcerait la transparence et la qualité de l'information financière ce qui viendrait réduire le risque perçu par les agences et les créanciers.

Pour les firmes sous surveillance OL, les résultats de nos analyses logistiques indiquent que ces efforts semblent insuffisants et l'amélioration des pratiques de gouvernance ne semble pas impacter de manière statistiquement significative la résolution de l'agence. En somme, bien que nous ayons observé que les entreprises sous surveillance CW et OL opèrent des changements en vue d'améliorer leurs pratiques de gouvernance sur cette période, ces efforts sont, dans l'ensemble, insuffisants pour impacter positivement la résolution. En effet, seuls les changements apportés au niveau de la taille du conseil d'administration et à la taille du comité d'audit semblent produire un effet positif.

Les contributions de cet article sont nombreuses. Considérant les scandales financiers des deux dernières décennies et la nécessité de bonnes pratiques de gouvernance au sein des entreprises, cette étude représente, à notre connaissance, la première à faire le lien entre les surveillances de crédit et la gouvernance d'entreprise. En nous appuyant sur la théorie de l'agence, cette recherche offre un nouveau contexte pour l'étude des attributs de gouvernance. L'étude de l'influence de certains attributs de gouvernance en contexte de surveillance négative de crédit a montré que les entreprises favorisent une discipline accrue, en alignant les intérêts des gestionnaires avec ceux des créanciers et des actionnaires, sur la période de surveillance. Nos résultats fourniront aux dirigeants d'entreprises l'occasion de considérer l'impact de ces facteurs dans leur évaluation des risques associés aux notations de crédit et plus particulièrement celles faisant l'objet d'une surveillance négative de crédit. Quant aux investisseurs et aux obligataires, cette étude leur permettra peut-être d'adopter une vision plus « positive » des firmes faisant face à une surveillance négative de crédit CW qui opèrent des changements notamment, au niveau de la taille du conseil d'administration et de la taille du comité d'audit sur la période de surveillance. Finalement, cette recherche fournit également des implications pour les régulateurs qui pourront tenir compte de ces observations dans l'élaboration de structures de gouvernance d'entreprise appropriées, afin de garantir la protection des obligataires.

Cette recherche comporte également certaines limites. La gouvernance n'étant pas le seul élément conducteur menant à une résolution favorable, il se peut que la résolution soit basée sur d'autres facteurs que la gouvernance. Nos analyses portent sur les variables de gouvernance qui étaient disponibles sur la base de données Bloomberg. Ce faisant, il est possible que d'autres attributs de gouvernance, outre ceux mentionnés dans cette étude, puissent avoir un impact significatif sur la résolution de l'agence. Il serait intéressant, dans les recherches futures, d'observer un plus grand nombre d'attributs afin d'obtenir un portrait global des mécanismes qui pourraient possiblement exercer une influence sur la résolution de l'agence suite à une surveillance de crédit.

## CHAPITRE 4

# IMPACT CONJOINT DE LA GESTION DES BÉNÉFICES ET DE LA GOUVERNANCE SUR LA RÉOLUTION DE L'AGENCE, POUR LES FIRMES SOUS SURVEILLANCE OU PERSPECTIVE DE CRÉDIT

### 4.1 Introduction

Le concept de gouvernance d'entreprise résulte du besoin de séparation de la propriété et du contrôle dans les entreprises cotées en bourse (entreprises publiques). L'asymétrie de l'information entre les dirigeants et les actionnaires et obligataires rend possible un comportement opportuniste des dirigeants pouvant se traduire par la pratique de la gestion des bénéfices. Conséquemment, la responsabilité de présenter des informations financières fiables et de protéger les parties prenantes incombe davantage au système de gouvernance (Fama et Jensen, 1983), qui est chargé de la surveillance de la direction, dans l'intérêt des parties prenantes. Cette fonction, lorsque correctement remplie, est supposée prévenir des comportements de manipulation ou de gestion des bénéfices comptables.

Les notations de crédit représentent le risque de défaut de paiement d'un émetteur sur sa dette. Les surveillances de crédit (CW) et les perspectives de crédit (OL) sont des opinions concernant la probabilité d'un changement de notation et les agences les utilisent pour signaler leur opinion aux investisseurs et autres parties prenantes quant à la probabilité d'un changement au niveau de la qualité de crédit d'un émetteur. Le résultat étant l'une des plus grandes préoccupations pour les obligataires et les agences de notation tenues d'évaluer l'entreprise, une firme éprouvant des difficultés financières pourrait être incitée à déguiser son résultat en pratiquant la gestion des bénéfices afin de présenter une meilleure performance de l'entreprise. Or, Lin et Shen (2015) ont montré que les agences de notation, lorsqu'elles détectent la gestion des bénéfices, ont plutôt tendance à pénaliser les entreprises qui l'ont pratiquée. Cette étude cherche à examiner le lien qui

pourrait exister entre la bonne pratique de gouvernance et la gestion des bénéfices et leur impact conjoint sur la résolution de l'agence de notation, et ce, pour les entreprises placées sous surveillance négative de crédit. Plus précisément, nous souhaitons analyser si la gouvernance d'entreprise, combinée à un comportement opportuniste de la direction (se traduisant par une gestion des bénéfices à la hausse), auraient un potentiel impact sur la résolution de l'agence de notation à la suite d'une période de surveillance de crédit, et ce pour les deux types de surveillance (CW et OL). Notons que, dans cette recherche, nous ferons référence au terme surveillance afin de désigner à la fois les actions de surveillance CW et OL.

De nombreuses études ont porté sur l'examen des mécanismes de gouvernance d'entreprise et de la gestion des bénéfices. Par conséquent, Dechow et al. (1996), Becker et al. (1998), Xie et al. (2003) et Peasnell et al. (2005) montrent que certains attributs de la gouvernance auraient pour effet de restreindre le comportement opportuniste des dirigeants, se traduisant par une diminution de la gestion des bénéfices. Or, pour les entreprises placées sous surveillance (CW et OL), la force de cette relation est moins certaine. Les entreprises placées sous surveillance CW et OL subissent une pression pour l'atteinte de certains objectifs, sans quoi les conséquences seraient nombreuses. Ainsi, dans ce cas particulier, le désir de l'atteinte de certains objectifs pourrait l'emporter sur la bonne gouvernance d'entreprise. À cet effet, Cheng et al. (2016) remarquent que si l'avantage d'atteindre un certain seuil de résultat est suffisamment élevé pour compenser les coûts relatifs à l'utilisation de la gestion des bénéfices, l'efficacité du système de gouvernance sera moindre. Notre étude est similaire à celle de Carter (2015) qui a étudié l'effet conjoint de la gouvernance (représenté par le passage de la loi Sarbanes-Oxley) et de la gestion des bénéfices sur la notation de crédit. Cette dernière observe que la pratique de la gestion à la baisse (négative) des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires durant la période d'application de la loi Sarbanes-Oxley (SOX) mènerait à une notation de crédit à court terme plus élevée en comparaison avec un échantillon de firmes de contrôle. En revanche, la pratique d'une gestion à la hausse des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires serait, elle, associée à une notation de crédit à court terme plus basse. Notre étude diffère cependant de celle de Carter (2005), car nous nous intéressons spécifiquement aux actions de surveillance de crédit et non, seulement, à la notation de crédit. Face à l'absence de connaissance dans la littérature concernant les possibles liens entre la gouvernance et l'issue d'une surveillance de crédit, nous avons choisi de nous attaquer à cette question dans le



cadre de cette étude. De manière plus précise, nous souhaitons comprendre si la dynamique qui peut exister dans la relation entre la gouvernance et la gestion des bénéfices pourrait avoir des répercussions sur la résolution des agences de notation, et ce à la suite d'une période de surveillance de crédit CW ou OL.

Notre échantillon est composé de respectivement 278 et 171 firmes américaines placées sous surveillance CW ou OL par l'agence Standard and Poor's sur la période allant de 2005 à 2019. Les modèles de Jones (1991) modifié et de Rowchowdhury (2006) ont respectivement été utilisés comme indicateurs de mesure pour la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et de la gestion réelle des bénéfices. Les firmes de notre échantillon ont ensuite été jumelées à des firmes présentant des caractéristiques similaires, afin de contrôler pour la performance telle que suggérée par Kothari (2005). La gouvernance est mesurée par le score de gouvernance de Refinitiv. Nos résultats suggèrent que la gouvernance d'entreprise (score de gouvernance de Refinitiv) aurait le pouvoir de modérer la manière dont les agences de notation évaluent et réagissent aux pratiques de gestion des bénéfices des entreprises. Il est également intéressant de noter que les agences de notation semblent réagir différemment selon le type de gestion des bénéfices pratiqué et le type de placement sous surveillance de crédit (CW ou OL).

Cette recherche présente plusieurs contributions. Les notations de crédit font l'objet d'une vaste littérature, mais les actions de surveillance telles que les CW et les OL ont reçu eux beaucoup moins d'attention. Cette étude représente, à notre connaissance, la première à avoir analysé la triple relation entre les actions de surveillance de crédit, la gouvernance d'entreprise et la gestion des bénéfices. Nos résultats mettent en évidence la complexité de l'évaluation des notations de crédit et la nécessité de prendre en compte une multitude de facteurs, y compris la gouvernance d'entreprise et les pratiques comptables, afin de bien comprendre le processus décisionnel des agences de notation. Cette étude saura plaire aux entreprises cherchant à maintenir ou à améliorer leur notation de crédit, ainsi qu'aux investisseurs, aux régulateurs et aux chercheurs en leur offrant des outils supplémentaires pouvant les aider à évaluer le risque de crédit. Cette recherche saura également intéresser les organismes de réglementation souhaitant améliorer leur compréhension du processus d'attribution des notations de crédit.

Le reste du chapitre s'articule comme suit; la section 4.2 présente la description des CW et OL. Nous exposerons ensuite le cadre théorique, les études ayant fait le lien entre la gestion des bénéficiaires, la gouvernance et les notations de crédit puis nous formulerons nos hypothèses à la section 4.3. La méthodologie sera présentée à la section 4.4 et l'analyse des résultats empiriques à la section 4.5, pour finalement conclure à la section 4.6.

## 4.2 Les « CreditWatch » (CW) et les « Outlook » (OL)

Le processus d'attribution d'une notation débute par son évaluation initiale et se poursuit par son suivi. Les (CW) et les (OL) font référence au mécanisme institutionnel par lequel l'agence de notation, qui a un doute quant à la capacité d'un émetteur à faire face à ses engagements, le place sous CW ou OL en vue d'une réévaluation subséquente de sa notation (Liu et al., 2018). Un émetteur peut alors faire l'objet d'une réévaluation de sa notation qui peut être qualifiée comme suit : à la baisse, à la hausse ou incertaine. Le plus souvent, les CW et les OL sont dues à une détérioration de la qualité du crédit (Chung et al., 2012 et Boot et al., 2006) et la majorité des émetteurs mis sous surveillance prennent des mesures correctives afin de tenter de répondre aux préoccupations des agences de notation et améliorer ainsi la qualité de leur crédit (Chung et al., 2012).

Ainsi, il ressort des études précédentes que les entreprises sous surveillance procèdent à de nombreux changements et ajustements au niveau financier et comptable, dans le but d'améliorer leur image vis-à-vis des marchés. Cependant, la littérature est encore insuffisante à nous renseigner sur l'ensemble des changements et ajustements possibles, qui peuvent aller au-delà des aspects comptables et financiers. Il convient alors de nous interroger sur les autres actions prises à court terme par les entreprises, afin de diminuer leur risque de défaut sur la période de surveillance de crédit, en particulier celles qui concernent les aspects de leur structure de gouvernance.

La prochaine section présentera le cadre théorique de l'étude.

## 4.3 Cadre théorique

Les états financiers et plus particulièrement l'état des résultats offrent de l'information qui est censée être utile pour les investisseurs. Les dirigeants manipulent les résultats dans le but de modifier la perception du marché financier, en jouant ainsi sur l'utilité et la pertinence liées, notamment, aux informations financières fournies à travers ces états financiers. À cet effet, plusieurs raisons sont avancées dans la littérature pour expliquer ce choix de manipuler les données comptables. Fern et al. (1994) soutiennent que les dirigeants peuvent manipuler les résultats dans l'optique d'atteindre un niveau déterminé de résultats anticipés. Defond et Jambelvo (1994) et Dichev et Skinner (2002) observent que les entreprises gèrent les résultats afin d'éviter la violation des clauses restrictives des contrats d'endettement, alors que Draief et Chouaya (2012) notent que ces dernières gèrent le résultat afin de réduire la perception du risque de faillite par les créanciers et de bénéficier d'une baisse du coût de la dette. Dans cette optique, la crainte des retombées négatives d'une réévaluation de la notation de crédit à la baisse constitue également un incitatif pour les dirigeants de manipuler le résultat comptable à la hausse, puisqu'un changement de notation à la baisse aura un impact sur la valeur boursière des actions et sur le coût du financement, mais ce comportement de manipulation devrait être modéré ou modulé par le système de gouvernance en place.

#### 4.3.1 La théorie positive de la comptabilité

Les agences de notation de crédit tiennent pour acquis que les états financiers sont représentatifs de la situation financière de la firme, créant ainsi une opportunité pour les firmes émettrices de profiter de la latitude offerte par les lois comptables et de bénéficier de la gestion des résultats dans le processus de notation. En revanche, lorsqu'elle est détectée, la gestion des bénéfices a pour conséquence de faire augmenter le coût de la dette, puisque les créanciers et les investisseurs croiront que l'entreprise manipule ses résultats pour camoufler une mauvaise situation. Les agences de notation tiennent également compte du système de gouvernance dans leur évaluation du risque de défaut. Les mécanismes de gouvernance ont pour but de contrer le comportement opportuniste des dirigeants et d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires et des autres parties prenantes importantes. L'opportunisme est défini comme « la volonté des individus d'agir dans leur propre intérêt en trompant éventuellement autrui d'une façon volontaire » (Ghertman, 2003).

Afin d'observer dans quelle mesure une entreprise sous surveillance modulerait son comportement de manipulation des résultats en fonction de la qualité de sa gouvernance, nous présenterons le cadre théorique et exposerons les principales recherches ayant fait le lien entre la gestion des bénéfices et la gouvernance.

#### 4.3.2 La théorie de l'agence

La théorie de l'agence est introduite par Jensen et Meckling en 1976. Ces derniers définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal ou les principaux) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter en leur nom une tâche quelconque qui implique une délégation de décision à l'agent. Plus précisément, les actionnaires délèguent une partie de leurs droits de propriété au dirigeant, mais ne peuvent s'assurer que celui-ci mettra en œuvre les moyens les plus adaptés à dégager un profit maximum. Le pouvoir des actionnaires s'exerce principalement par le biais de droits de vote rattachés aux actions. Cependant, en contexte de forte dilution du capital, les petits actionnaires sont peu incités à exercer leur droit sachant qu'ils n'ont aucun pouvoir. Ainsi, la dilution du capital a pour conséquence d'augmenter le pouvoir des dirigeants. Les obligataires font alors face à deux types de conflits, à savoir le conflit entre les dirigeants et les obligataires et le conflit entre les obligataires et les actionnaires.

##### 4.3.2.1 *Conflit entre les dirigeants, les actionnaires et les obligataires*

Les dirigeants, possédant plus d'informations sur la firme que les obligataires et les actionnaires, peuvent user d'un comportement opportuniste et privilégier leurs propres intérêts parfois aux dépens de ceux des obligataires et actionnaires. Les actions des dirigeants qui ne visent pas la maximisation des profits auront un impact sur les dividendes versés aux actionnaires et sur la valeur de l'action sur le marché. Parmi ces actions, notons :

- la maximisation du chiffre d'affaires au lieu du résultat,
- les dépenses d'investissement discrétionnaires,
- le contrôle des dépenses et
- la recherche du pouvoir et du prestige.

L'asymétrie de l'information est la source d'un comportement opportuniste pouvant conduire à la manipulation des données comptables; ce qui détériorerait leur qualité. Lorsque l'information est imparfaite, l'efficacité des marchés est remise en cause et les transactions deviennent coûteuses. Afin d'aligner les intérêts du principal (l'actionnaire) et de l'agent (le dirigeant), l'entreprise utilisera une partie de ses ressources pour contrer ce conflit d'agence. Les ressources déployées seront considérées comme un coût d'agence. Ce coût inclut les coûts de surveillance (à travers des mécanismes de gouvernance comme le conseil d'administration) supportée par le principal pour limiter le comportement opportuniste de l'agent et les coûts engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent tel que les incitatifs (systèmes de compensation, rémunération sur base d'actions, etc.) et la perte résiduelle. Les mécanismes de gouvernance visant à limiter le comportement opportuniste de la direction, à favoriser l'indépendance du conseil d'administration et la transparence des données financières sauront bénéficier tant aux actionnaires qu'aux obligataires. Le problème se pose lorsque les actionnaires et les obligataires poursuivent des objectifs opposés. Ce qui nous mène au second conflit, celui qui pourrait exister entre les actionnaires et les obligataires.

#### *4.3.2.2 Conflit entre les actionnaires et les obligataires*

Le conflit entre les actionnaires et les obligataires découle de leurs objectifs divergents. L'asymétrie de l'information entre les actionnaires et les créanciers favorise le comportement opportuniste des actionnaires. Selon Jensen et Meckling (1976), les actionnaires, cherchant à maximiser leur richesse, peuvent exploiter leur liberté de gérer les fonds à leur disposition pour s'enrichir, et ce, au détriment des obligataires. À titre d'exemple, une fois le financement obtenu, les actionnaires pourraient modifier leur politique d'investissement et opter pour des projets plus risqués. En d'autres mots, le taux d'intérêt associé à l'obligation étant fonction du risque, cette situation conduira à une réduction de la valeur des obligations, afin de compenser l'augmentation du risque et équilibrer son rendement. Afin de se protéger, les obligataires incluront des mécanismes de contrôle dans les contrats de prêt. Ces mécanismes sont considérés comme un coût d'agence.

Les agences de notation de crédit ont souhaité intégrer la gouvernance d'entreprise dans leur évaluation du risque de crédit. Or, les notations de crédit ne sont pas principalement destinées au marché des actions, elles sont davantage destinées aux marchés obligataires. Bien que les actionnaires et les obligataires puissent parfois poursuivre des objectifs variés, leurs intérêts s'accordent dans la majorité du temps. Par exemple, les attributs de gouvernance relatifs à la taille et à l'indépendance du conseil d'administration, à la dualité entre les fonctions de président-directeur général de l'entreprise et celles de président du conseil d'administration, de même qu'au niveau de la représentation des femmes au sein du conseil d'administration et de l'expertise du comité d'audit sauront aussi bien satisfaire les actionnaires que les obligataires. Ainsi, les agences de notation considéreront certains attributs de la gouvernance dans leur évaluation du risque de défaillance (Moody's, 2019).

La prochaine section fait référence aux études ayant observé le lien entre la gouvernance et la gestion des bénéfices dans un contexte de notation de crédit.

#### 4.4 Revue de la littérature et hypothèses

Puisque l'information comptable joue un rôle important dans les décisions d'investissement et de financement pour les actionnaires et les créanciers (Dechow et al., 1996), les dirigeants peuvent bénéficier de la gestion des bénéfices. Les marchés financiers tirent avantage lorsqu'une entreprise atteint ou dépasse un niveau de résultat anticipé (Bartov et al., 2002). Kellogg et Kellogg (1991) soutiennent que les dirigeants manipulent les résultats afin d'encourager les investisseurs à acheter des actions de l'entreprise, à investir dans les obligations de l'entreprise en tant que créanciers ou pour augmenter la valeur des actions de la firme. Les agences de notation de crédit tiennent pour acquis que les états financiers sont représentatifs de la situation financière de la firme. Ce qui crée une opportunité pour les firmes émettrices de profiter de la latitude offerte par les lois comptables et de bénéficier de la gestion des résultats dans le processus de notation. À l'inverse, la gouvernance a pour fonction de contrer le comportement opportuniste des dirigeants. Il n'est donc pas aisé de prédire dans quelle mesure la gouvernance pourrait avoir un effet dissuasif sur la pratique de la gestion des bénéfices des dirigeants.

Les études ayant fait le lien entre la gouvernance et la gestion des bénéfices sont nombreuses. Ainsi, les études de Dechow et al. (1996), Becker et al. (1998), Xie et al. (2003), Peasnell et al. (2005) et Cheng et al. (2016) montrent que certains attributs de la gouvernance ont pour effet de restreindre le comportement opportuniste des dirigeants, se traduisant par une diminution de la gestion des bénéfices. Plus précisément, Dechow et al. (1996) ont analysé la relation entre la gestion des bénéfices et la faiblesse de la structure de gouvernance interne pour les entreprises assujetties aux mesures d'exécution prises par la SEC, dans le cas d'une transgression aux PCGR (principes comptables généralement reconnus). Ces auteurs constatent que les entreprises qui manipulent les bénéfices sont davantage susceptibles d'avoir un conseil d'administration dominé par des membres de la direction, un chef de la direction siégeant également à titre de président du conseil d'administration. Becker et al. (1998) constatent que les entreprises dont les auditeurs n'appartiennent pas aux Big 6 présentent des « accruals » discrétionnaires (qui mesurent la gestion des données comptables) supérieures à celles dont les auditeurs appartiennent aux Big 6. Par conséquent, une plus faible qualité d'audit est associée à une plus grande flexibilité comptable (et donc une plus grande possibilité de manipulation du résultat). La relation entre la gestion des bénéfices et la force de surveillance du conseil d'administration a été étudiée par Peasnell et al. (2005). Les résultats de leur étude montrent que la propension des gestionnaires à avoir recours à la gestion des bénéfices à la hausse afin d'éviter de présenter des pertes ou une baisse des résultats serait négativement reliée à la proportion de membres externes siégeant sur le conseil d'administration. Kouki et al. (2011) observent que l'indépendance du comité d'audit et la dualité du président ont pour effet de limiter la gestion des bénéfices. Kouki et al. (2011) sont d'avis que l'indépendance des comités d'audit et de nomination et la séparation des fonctions de président exécutif et celles de président du conseil d'administration sont nécessaires afin de restreindre le comportement opportuniste des dirigeants et permettre le succès des mécanismes de gouvernance.

La plupart des études conduites depuis ces vingt dernières années se sont surtout attardées à observer la relation entre la gouvernance d'entreprise et la gestion des bénéfices à travers différents contextes géographiques. La structure interne du système de gouvernance a été étudiée par Xie et al. (2003). En se basant sur un échantillon de 434 firmes australiennes, ces auteurs observent qu'une majorité d'administrateurs non exécutifs (et donc indépendants) siégeant sur le conseil d'administration et sur le comité d'audit serait associés à une plus faible probabilité de gestion des

bénéfices. Chandra et Wimelda (2018) ont observé le lien entre la gouvernance d'entreprise et la gestion des bénéfices à travers le contexte indonésien. Ces dernières montrent que la gouvernance d'entreprise, mesurée par la taille du comité d'audit, la proportion de membres indépendants sur le conseil d'administration et la structure de l'actionnariat, n'ont pas d'effet sur les pratiques de gestion des bénéfices en Indonésie. En effet, Chandra et Wimelda (2018) notent qu'une forte ou une faible structure de gouvernance peuvent toutes deux mener à la gestion des bénéfices. Yordudom et Suttipun (2020) ont examiné l'effet de la gouvernance d'entreprise et des caractéristiques financières sur la gestion des bénéfices. Les mécanismes de gouvernance tels que l'indépendance du conseil d'administration, la taille du conseil d'administration et la taille du comité d'audit devraient être en mesure de limiter la capacité de la direction à gérer les résultats. Yordudom et Suttipun (2020) montrent que dans le contexte indonésien, seule la taille du comité d'audit a un effet positif sur la gestion des bénéfices. L'étude de Tang et Chen (2020) explore comment le pouvoir de marché et la compétition au sein de l'industrie influencent l'effet de la gouvernance d'entreprise sur la gestion des bénéfices à Taiwan. Les résultats de leur étude montrent que les firmes ayant un faible pouvoir de marché, tout comme celles faisant face à une intense compétition au sein de l'industrie, seraient plus susceptibles de s'engager dans des pratiques de gestion des bénéfices. De plus, lorsque la part de marché est faible pour l'entreprise ou que la compétition est féroce, ces auteurs remarquent que la gouvernance ne permet pas de mitiger la gestion des bénéfices.

De manière générale, les études effectuées en contexte américain semblent démontrer que certains attributs de la gouvernance tels que la composition du conseil d'administration, le choix du cabinet d'audit et la structure actionnariale semblent exercer une influence sur la propension des dirigeants à manipuler les résultats. Cette étude est, à notre connaissance, la première à étudier la triple relation entre les surveillances de crédit, la gouvernance et la gestion des bénéfices. Puisqu'il n'est pas aisé de savoir dans quelle mesure et à quel point la gouvernance permettra de restreindre le comportement opportuniste des dirigeants et si les agences de notation seront en mesure de détecter la gestion des bénéfices. Nous ne ferons donc pas d'hypothèse quant au sens de la relation et formulons les suivantes :



*H1 : La gouvernance d'entreprise a un effet modérateur sur l'influence des pratiques de gestion des bénéfices à la hausse au moyen des « accruals » discrétionnaires des firmes sous surveillance négative (CW/OL) sur la résolution de l'agence.*

*H2 : La gouvernance d'entreprise a un effet modérateur sur l'influence des pratiques de gestion réelle à la hausse des bénéfices des firmes sous surveillance négative (CW/OL) sur la résolution de l'agence.*

Nous présenterons dans la prochaine section notre échantillon, les modèles relatifs au calcul de la gestion des bénéfices et les variables de gouvernance.

## 4.5 Échantillon et méthodologie

Il convient dans cette section de présenter notre échantillon, les modèles d'analyse de gestion des bénéfices et les variables permettant d'évaluer la structure de gouvernance des entreprises sous surveillance ou perspective de crédit.

### 4.5.1 Échantillon

Notre échantillon porte sur les entreprises américaines placées sous surveillance négative (CW) ou perspective négative de crédit (OL) par l'agence de notation Standard and Poor's sur la période allant de 2005 à 2019. Les CW et les OL sont collectés à partir de la base de données EIKON de Refinitiv, les données relatives à la gouvernance à partir de Refinitiv et les données comptables sont tirées de Compustat (Compustat Annual Industrial And Research Files).

Les firmes financières (SIC 6000-6999) seront exclues de notre échantillon puisqu'elles sont sujettes à des normes comptables et de présentation des états financiers différentes. Pour être incluses dans l'échantillon, les firmes devront avoir au moins un état financier annuel tombant à l'intérieur de la période de surveillance. La durée de placement, respectivement 90 jours pour les CW et allant de 180 jours à deux ans pour les OL, a fortement contribué à la réduction de la taille de notre échantillon. Également, pour être inclus dans l'échantillon, le score de gouvernance devra être disponible dans Bloomberg et les données comptables relatives au calcul de la gestion des

bénéfices et des variables de contrôle des firmes, disponibles dans Compustat. Le Tableau 4.1 présente le processus de sélection des firmes de l'échantillon.

*Tableau 4. 1 Processus de sélection des firmes de l'échantillon*

Critères de sélection	Nombre d'observations (CW)	Nombre d'observations (OL)
Placement de notation à long terme sous CW/OL négatif par l'agence S&P	3846	2945
Après avoir enlevé les firmes financières (SIC 6000-6999)	2351	1815
Requiert au moins un état financier annuel sur la période de CW/OL et les informations financières relatives au calcul de la gestion des bénéfices disponibles dans Compustat.	687	451
Firme jumelle pour le pairage	667	437
Requiert le score de gouvernance disponible dans Refinitiv.	278	171

Les données relatives au calcul de la gestion des bénéfices et à la gouvernance seront observées annuellement.

Le Tableau 4.2 présente la distribution de notre échantillon de firmes sous CW et OL par année, secteur, résolution, notation et catégorie de notation comme présenté et discuté à la section 3.2 du chapitre 3. Ainsi, le Panel A présente la distribution des CW et des OL de notre échantillon par année, le Panel B la distribution des CW et OL par secteurs d'activité, le Panel C la résolution de l'agence pour les firmes de notre échantillon, le Panel D la distribution des CW et OL par notation de crédit et le panel E la distribution de CW et OL par catégorie de notation. L'échelle de notation ainsi que ses catégories sont présentées à l'Annexe 2.

*Tableau 4. 2 Distribution des CW et des OL par année, secteur, résolution, notation et catégorie de notation*

Panel A : Distribution des (CW) et des (OL) par année

Années	CW	OL
2005	0	0
2006	1	0
2007	27	12
2008	30	28
2009	33	30
2010	14	11
2011	22	11
2012	29	10
2013	12	5
2014	15	9
2015	26	7
2016	15	17
2017	14	11
2018	18	10
2019	22	10
<b>Total</b>	<b>278</b>	<b>171</b>

Panel B : Distribution des (CW) et des (OL) par secteur d'activité

Secteurs	CW	OL
Exploitation minière	24	29
Construction	3	5
Fabrication	133	77
Transport, communication, électricité, gaz et service sanitaire	49	29
Commerce en gros	27	7
Services	38	22
Autre	4	2
<b>Total</b>	<b>278</b>	<b>171</b>

Panel C : Résolutions des (CW) et (OL)

Résolution	CW	%	OL	%
Positive	138	49.64	113	66.08
Négative	140	50.36	58	33.92
<b>Total</b>	<b>278</b>	<b>100.00%</b>	<b>171</b>	<b>100%</b>

Panel D : Distribution des (CW) et (OL) par notation

Notation	CW	OL
AAA	1	1
AA+	0	0
AA	2	1
AA-	3	0
A+	8	6
A	24	9
A-	21	4
BBB+	41	12
BBB	27	20
BBB-	27	9
BB+	23	7
BB	13	5
BB-	35	19
B+	21	10
B	21	18
B-	8	10
CCC+	1	7
CCC	3	8
CCC-	0	1
CC	2	25
C	0	0
SD/D	0	0
Total	281	171

Panel E : Distribution des (CW) et (OL) par catégorie notation

Catégorie	CW	%	OL	%
Investissement	154	55.40%	61	35.67%
Spéculative	124	44.60%	110	64.33%
Total	278	100.00%	171	100%

Il convient, dans la prochaine section, de présenter les modèles d'analyse.

#### 4.5.2 Gestion des bénéfices

Nous examinerons dans un premier temps si les émetteurs placés sous surveillance négative gèrent leur bénéfice à la hausse sur la période de surveillance. La gestion des bénéfices tire ses fondements de la théorie positive de la comptabilité. La théorie suppose que les dirigeants sont rationnels et qu'ils choisiront des méthodes comptables aptes à maximiser leurs intérêts personnels (Watts et Zimmerman, 1978). La gestion des bénéfices est possible grâce à la latitude offerte par les lois comptables et consiste à utiliser son jugement dans les choix comptables dans le but d'altérer le résultat et de modifier la perception des utilisateurs des états financiers (Healy et Wahlen, 1999).

Il existe essentiellement deux types de gestion des bénéfices soit, la gestion des bénéfices comptable, basée sur les « accruals », et la gestion réelle des bénéfices. La gestion des bénéfices comptable est possible à travers le choix des méthodes comptables. Les « accruals » représentent la somme des ajustements comptables aux cash-flows (flux de trésorerie) de la firme permis par les organismes de normalisation (Healy, 1985). La gestion réelle des bénéfices, quant à elle, s'exerce à travers des décisions liées à l'exploitation de l'entreprise. Les firmes sous surveillance négative de crédit CW et OL ont tout intérêt à fournir des efforts visant à améliorer leur situation financière sur cette période afin de maintenir leur notation initiale. Vu la courte durée du placement sous surveillance, nous croyons que les firmes sous surveillance de crédit pourraient se tourner vers la pratique de la gestion des bénéfices (par les « accruals » ou réelle) afin d'accélérer la présentation de meilleurs résultats aux états financiers.

Dans la prochaine section, nous allons présenter les modèles d'estimation de la gestion des bénéfices. (Vous référer à la section 2.4.2 du chapitre 2 pour le détail de la méthodologie).

#### *4.5.2.1 Modèle de gestion des bénéfices basé sur les « accruals » discrétionnaires*

À l'instar de ce qui s'est fait dans la littérature, la mesure de la gestion des bénéfices se fera par la méthode des « accruals » discrétionnaires (DAC), telle que développée par Jones (1991) et modifiée par Dechow et al. (1995). Plus précisément, notre mesure des « accruals » discrétionnaires ABDAC pour l'émetteur  $i$  à la période  $t$  correspond au résidu du modèle de régression suivant, estimé sur la base du secteur d'activité (2SIC) et de l'année.

$$(1) \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \left( \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $TACC_{i,t}$ , les « accruals » totaux de l'émetteur  $i$  à la période  $t$ , représente le résultat net avant les dépenses extraordinaires diminuées des flux de trésorerie liés à l'exploitation.  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de l'année précédente.  $\Delta SALES_{i,t}$  représente la variation dans les ventes.  $\Delta REC_{i,t}$  représente la variation des comptes clients.  $PPE_{i,t}$  représente les immobilisations et  $\varepsilon_{i,t}$  représente le résidu de l'équation correspondant aux « accruals » discrétionnaires  $DAC_{i,t}$ . La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps  $t-1$  de la valeur de la variable au temps  $t$ . Comme il est pratique courante, toutes les variables y compris la constante, seront divisées par l'actif total de la période précédente afin de réduire toute potentielle hétéroscédasticité (Hill et al., 2019) et fenêtrées aux 1 et 99 percentiles pour atténuer l'influence de valeurs aberrantes. Un minimum de 10 observations seront requises à chacune des années/secteurs d'activité afin d'estimer les paramètres de la régression.

Suivant les recommandations de Kothari et al. (2005), nous tiendrons compte de la mise en relation des « accruals » discrétionnaires (DAC) et de la performance afin d'atténuer les erreurs de spécification dans les échantillons présentant un rendement des actifs (ROA) extrême. Nous procéderons à une association par score de propension afin de jumeler les firmes de notre échantillon (sous surveillance) à des firmes similaires n'ayant pas fait l'objet d'une surveillance sur cette période. Le jumelage se fera sur la base de l'année, du secteur d'activité et du rendement de l'actif (ROA). Les « accruals » discrétionnaires anormaux (ABDAC) correspondent aux « accruals » discrétionnaires de la firme sous surveillance  $i$  au temps  $t$  diminués des « accruals » discrétionnaires de sa jumelle  $i$  au temps  $t$ .

#### 4.5.2.2 *Modèle de gestion réelle des bénéfices*

Basés sur le modèle développé par Dechow (1998) et implanté par Rowchowdhury (2006), nous utiliserons les niveaux anormaux de flux de trésorerie liés à l'exploitation (CFO), les coûts de production (PROD) et les dépenses discrétionnaires (EXP) afin de mesurer le niveau de gestion réelle des bénéfices.

Ainsi, les flux de trésorerie normaux liés à l'exploitation (CFO) sont exprimés en une fonction linéaire des ventes de la période en cours et de l'évolution des ventes.

$$(2) \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $CFO_{i,t}$  représente les flux de trésorerie liés à l'exploitation,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t}$  représente les ventes,  $\Delta SALES_{i,t}$  représente la variation des ventes et  $\varepsilon_{i,t}$  représente le résidu de la régression correspondant aux flux de trésorerie liés à l'exploitation (CFO) anormaux. La variation des ventes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 des ventes de sa valeur au temps t.

Les coûts de production sont estimés à partir de l'équation suivante :

$$(3) \frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Où  $PROD_{i,t}$  représente la somme du coût total de production de la période et de la variation des produits finis,  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total de la période précédente,  $SALES_{i,t}$  représente les ventes,  $\Delta SALES_{i,t}$  la variation dans les ventes,  $\Delta SALES_{i,t-1}$  représente la variation dans les ventes de la période précédente et  $\varepsilon_{i,t}$  représente le résidu de la régression correspondant aux coûts de production (PROD) anormaux. La variation des ventes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 des ventes de sa valeur au temps t.

Les dépenses discrétionnaires sont exprimées comme une fonction linéaire des ventes de l'année précédente, tel que :

$$(4) \frac{EXP_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Où les dépenses discrétionnaires  $EXP_{i,t}$  correspondant à la somme des frais de vente généraux, des dépenses administratives et des frais de recherche et développement.  $TA_{i,t-1}$  représente l'actif total

de la période précédente,  $SALES_{i,t-1}$  les ventes de la période précédente et  $\varepsilon_{i,t}$  représente le résidu de la régression correspondant aux dépenses discrétionnaires (EXP) anormales.

Cohen et al. (2008) proposent de construire une mesure globale de gestion réelle des bénéfices. Cette mesure se subdivise ainsi en deux indicateurs : le REM1 et le REM2. Ainsi :

$$REM1 = (-1 * ABEXP) + (-1 * ABCFO)$$

$$REM2 = (-1 * ABEXP) + ABPROD.$$

Les variables ABEXP et ABCFO sont multipliées par -1 puisque les valeurs inférieures de ces variables indiquent une gestion réelle des bénéfices plus élevée, alors qu'une valeur supérieure de ABPROD indique une gestion réelle des bénéfices plus faible.

De la même manière dont nous avons contrôlé pour la performance pour le modèle de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (section 4.4.3.1), les firmes de l'échantillon ont été jumelées à des firmes similaires n'ayant pas fait l'objet d'un placement sous surveillance sur la période à l'étude. Ainsi, les flux de trésorerie liés à l'exploitation anormale (ABCFO) correspondent au résidu du modèle de régression de la firme sous surveillance  $i$  au temps  $t$  diminué du résidu de l'équation de sa jumelle  $i$  au temps  $t$ . La même procédure est appliquée pour déterminer les coûts de production anormaux (ABPROD) et les dépenses discrétionnaires anormales (ABEXP).

#### 4.5.3 Gouvernance

Nous examinerons dans un second temps si les émetteurs sous surveillance négative de crédit fournissent des efforts afin d'améliorer la qualité de leur pratique de gouvernance dans le but d'obtenir une résolution favorable à l'issue d'une surveillance.

Aux fins d'analyse, nous avons choisi d'utiliser le score de gouvernance de Refinitiv plutôt que le score de divulgation proposé par Bloomberg, car nous considérons que la composition du score de Refinitiv se prêtait mieux à la nature de notre travail de recherche. Alors que le score de



gouvernance de Refinitiv mise sur la performance des facteurs de gouvernance, celui de Bloomberg met l'accent sur la divulgation et la transparence de ces facteurs.

Refinitiv propose l'une des bases de données ESG les plus complètes de l'industrie, couvrant plus de 80 % de la capitalisation boursière mondiale et portant sur plus de 500 indicateurs environnementaux, social et de gouvernance (ESG) différents, dont l'historique remonte à 2002. Les scores ESG de Refinitiv sont conçus pour mesurer de manière transparente et objective la performance, l'engagement et l'efficacité ESG relatifs à une entreprise, sur la base des données déclarées par l'entreprise.

Les scores des différentes catégories sont regroupés en trois piliers : environnemental, social et de gouvernance d'entreprise. Les scores du pilier ESG sont pondérés selon les catégories et varient selon le secteur pour les catégories environnementales et sociales. Pour la gouvernance, les pondérations restent les mêmes pour tous les secteurs. La méthodologie de notation du pilier de gouvernance de Refinitiv repose sur un certain nombre catégories et de thèmes. Les facteurs sont détaillés à l'Annexe 4. Le tableau 4.3 présente les différentes catégories, les thèmes, les points et les pondérations associés au pilier de gouvernance.

*Tableau 4. 3 Catégories, thèmes, points et pondérations associés au pilier de gouvernance*

Pilier	Catégories	Thèmes	Points	Poids
Gouvernance	Stratégie de responsabilité sociale d'entreprise (RSE)	Stratégie de responsabilité sociale d'entreprise (RSE)	Points récoltés dans le pilier gouvernance et les catégories de gouvernance	Nombre de points dans chacune des catégories de gouvernance / Total des points du pilier de gouvernance
		Divulgation et transparence		
	Gestion	Structure (indépendance, diversité, comités)		
		Compensation		
	Actionnaires	Droits des actionnaires		
	Défense contre les OPA			

Source : Refinitiv, Environmental, social, and governance score from Refinitiv

Les pondérations des piliers sont normalisées pour présenter des pourcentages compris entre 0 et 100. Le Tableau 4.4 présente la description des scores de gouvernance.

Tableau 4. 4 Description des scores de gouvernance

Score de gouvernance de Rifinitiv pondéré sur 100 points	Description
0 à 25	Les scores du premier quartile indiquent des performances ESG médiocres et un degré insuffisant de transparence dans la déclaration publique des données ESG importantes.
> 25 à 50	Les scores du deuxième quartile indiquent des performances ESG satisfaisantes et un degré modéré de transparence dans la déclaration publique des données ESG importantes.
> 50 à 75	Les scores du troisième quartile indiquent de bonnes performances ESG et un degré de transparence supérieur à la moyenne dans la déclaration publique des données ESG importantes.
> 75 à 100	Les scores du quatrième quartile indiquent une excellente performance ESG relative et un haut degré de transparence dans la déclaration publique des données ESG importantes.

Source: Refinitiv, Environmental, social, and governance score from Refinitiv

#### 4.5.4 Modèle d'analyse

Ce modèle nous permettra d'observer si un émetteur serait en mesure d'influencer la résolution de l'agence en apportant des changements au niveau comptable, par la pratique de la gestion des bénéfices, et au niveau de sa structure de gouvernance. Nous croyons que la probabilité marginale d'obtenir une résolution favorable suit une distribution logistique. Tel que :

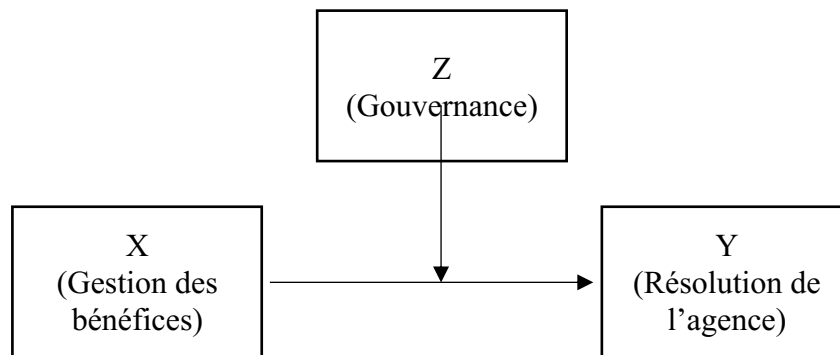
$$(5) P(RESOLUTION = 1) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_k \chi_{i,t})}}$$

L'estimation de la régression logistique se fait à partir des variables explicatives relatives à la pratique de gestion des bénéfices (ABDAC\_Match, ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match), de la gouvernance (Gouv\_Score) et de la variable expliquée RESOLUTION prenant la valeur de 1 dans le cas d'une résolution favorable et 0 autrement. Seront également ajoutées au modèle, une série de variables de contrôle couramment utilisées dans la littérature. Les définitions et mesures des variables sont présentées à l'Annexe 1.

Il semble que les agences de notation de crédit, bien que considérées comme des utilisateurs sophistiqués de l'information financière, ne soient pas toujours en mesure de détecter les stratégies de gestion des bénéfices mises en place par la firme dans le but de gonfler le résultat présenté. Certains auteurs ont montré que les émetteurs sous surveillance pouvaient bénéficier de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance, augmentant ainsi leurs chances de se voir accorder une

résolution favorable au terme de la surveillance (Zhao, 2017; Iatridis, 2018; Liu et al., 2018 et Hill et al., 2019). En revanche, la gouvernance d'entreprise a pour rôle de s'assurer de la transparence des états financiers, ce qui devrait normalement avoir pour effet de limiter la pratique de gestion des bénéfices des dirigeants. Nous croyons que l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence dépendra de la force de la gouvernance.

*Figure 4.1 Interaction entre la gestion des bénéfices et la gouvernance*



Un modèle d'interaction (modération) teste quand une variable (Z) affecte la direction et/ou la force de la relation entre la variable (X) et une variable (Y) (Hayes et Matthes, 2009). En d'autres termes, la modération teste pour les interactions qui existent quand les relations entre les variables se produisent. Afin de mesurer la force de cette relation, nous insérerons dans l'équation notre modèle (5) des termes d'interaction. Tel que :

$$(6) P(RESOLUTION = 1) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 (X_1 * X_2) + \beta_k \chi_{i,t})}}$$

La variable RESOLUTION représente une variable binaire prenant la valeur de 1 si la résolution est positive et 0 autrement. X1 et X2 représentent respectivement les variables associées à la pratique de la gestion des bénéfices (ABDAC\_Match, ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match) et à la gouvernance (SCORE\_Refinitiv) et Xi, une série de variables de contrôle.

#### 4.5.5 Variables de contrôle

Nous incluons dans les modèles d'analyse une série de caractéristiques de la firme couramment utilisée dans la littérature afin de contrôler pour d'autres facteurs pouvant influencer la résolution de l'agence. Ainsi, nous incluons les variables comme suit :

- Le rendement de l'actif (ROA) est mesuré en divisant le résultat net avant les activités extraordinaires par l'actif total de la période précédente (Rowchowdhury, 2006). Ce ratio mesure la capacité de la firme à dégager un résultat avec ses actifs et pourrait impacter la résolution de l'agence. Suivant les recommandations de Rowchowdhury (2006), nous contrôlerons pour le rendement de l'actif dans notre analyse.
- Le taux d'endettement (LEVERAGE) est calculé en divisant le passif total par l'actif total de la période précédente ( Hill et al., 2019; Rowchowdhury, 2006; Liu et al., 2018 et Alali et al., 2012). Il représente le montant de la dette totale rapporté à l'actif total (Draief, 2018). Les firmes qui présentent un taux d'endettement élevé ont généralement moins d'actifs pour sécuriser leur dette et sont plus susceptibles de se retrouver en défaut de paiement. Selon Anderson et al. (2004), le levier financier est parfois employé comme proxy pour analyser le risque de défaut. Nous contrôlerons donc pour le levier financier dans cette étude.
- La taille (SIZE) est mesurée par le logarithme de l'actif total (Rowchowdhury, 2006). Les firmes de grande taille présentent généralement moins de risque pour les investisseurs et obtiennent des notations plus élevées.
- Nous contrôlerons également pour les variables (INVEST/SPEC), (INDUSTRY) et (2008) puisque la catégorie de notation (investissement ou spéculatif), le secteur d'activité et la crise financière de 2008 pourraient exercer une influence sur la notation et la résolution. La catégorie de notation (INVEST/SPEC) correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 si elle appartient à la catégorie spéculative (Carter, 2015 et Jorion et al., 2005). Le grade investissement est attribué à un émetteur présentant une notation supérieure à BB+ alors qu'on attribue le grade spéculatif à un émetteur détenant une notation égale ou inférieure à BB+. Les catégories de notation sont présentées à l'annexe 3. La catégorie de notation correspond à la catégorie attribuée à l'émetteur par S&P avant la surveillance (CW/OL). Le secteur d'activités (INDUSTRY)

correspond à la division associée au code SIC (Standard Industrial Classification) de la firme émettrice. Les divisions associées aux codes SIC sont présentées à l'annexe 4. Suivant l'étude de Hill et al. (2019), nous contrôlerons pour cette variable puisque certains secteurs d'activités présentent des risques plus élevés et que cette situation pourrait influencer la notation. Finalement, puisque la crise financière de 2008 a été une période de grande instabilité financière et que bon nombre d'entreprises ont subi les conséquences négatives de cette crise, notamment au niveau de leur crédit, nous avons contrôlé pour la crise financière en introduisant dans notre modèle une variable binaire (0/1) (Dehaan, 2017).

Nous présentons dans la prochaine section le test des hypothèses et les résultats de nos analyses.

## 4.6 Analyse et discussion

La première section présente les statistiques descriptives des firmes de notre échantillon. Nous observerons dans les sections suivantes si les émetteurs sous surveillance de crédit sont en mesure d'influencer positivement la résolution de l'agence au terme de la période de CW/OL, par la pratique de la gestion des bénéfices et par une bonne structure de gouvernance.

### 4.6.1 Statistiques descriptives

Le Tableau 4.5 présente les statistiques descriptives des données financières, de la gouvernance et de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance. Le Panel A du Tableau 4.5 présente les statistiques descriptives des variables financières de la population, de l'échantillon et la différence entre les statistiques de la population et celles de l'échantillon sur la période de surveillance. La population est composée d'entreprises présentant des caractéristiques similaires à celles des firmes de l'échantillon à la distinction qu'elles ne font pas face à un placement sous surveillance. Les firmes de l'échantillon correspondent aux firmes placées sous surveillance de crédit (CW et OL) sur la période à l'étude. La différence correspond aux différences statistiques entre les firmes de notre échantillon et leur jumelle. À la lecture du Tableau 4.5, nous observons que les firmes de l'échantillon et de la population présentent un rendement de l'actif, un taux d'endettement et une croissance des revenus similaires. En comparaison avec l'échantillon de la population, nous

observons que les firmes sous surveillance sont généralement de plus grande taille, présentent des flux de trésorerie liés à l'exploitation supérieurs et un ratio cours/valeur comptable inférieur.

Le Panel B du Tableau 4.5 présente les statistiques descriptives de gouvernance sur la période de surveillance. Les firmes sous surveillance CW et OL présentent des scores de gouvernance similaires. Les scores moyens sont respectivement de 0.7991 et 0.7752 pour les CW et les OL indiquant une excellente performance de gouvernance et un haut degré de transparence dans la déclaration publique des données de gouvernance importantes.

Le Panel C du Tableau 4.5 présente les statistiques descriptives relatives à une gestion des bénéfices sur la période de surveillance. Les niveaux anormaux de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) et de gestion réelle des bénéfices (ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match, REM1\_Match et REM2\_Match) représentent les niveaux anormaux de gestion des bénéfices des firmes de notre échantillon diminués des niveaux anormaux de gestion des bénéfices des firmes jumelles correspondantes.

Nous n'observons pas de pratique de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la période de surveillance, et ce, autant pour les firmes sous CW que pour celles sous OL. Pour les firmes sous OL, nous observons même une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires inférieurs à celle de firmes similaires n'ayant, elles, pas fait l'objet d'une surveillance. Ce résultat soutient l'idée que, depuis le début des années 2000, nous assistions au passage d'une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires à une gestion réelle des bénéfices (Zhao, 2017). Nos résultats montrent que les firmes sous surveillance CW pratiquent une gestion réelle des bénéfices à la hausse sur la période de surveillance. Les médianes des variables ABEXP\_Match et REM2\_Match sont respectivement de -0.0269 et 0.0677. Ces mesures sont statistiquement significatives au seuil de un pourcent. En revanche, les moyennes associées aux variables liées à une pratique de gestion des bénéfices ne sont pas significatives à l'exception du résultat pour ABPROD\_Match (0.0543). Ces résultats soutiennent l'idée que les firmes sous surveillance manipulent leur résultat en surproduisant et en réduisant les dépenses discrétionnaires (Zhao, 2017). Bien que nous n'ayons pas observé de pratique de gestion des bénéfices sur la période de surveillance pour les firmes sous OL, nos résultats montrent des résultats

médians statistiquement significatifs pour l'ensemble des variables associées à une gestion réelle des bénéfices, signifiant que les firmes sous surveillance OL tentent de manipuler la perception des agences en accélérant les ventes, en accordant des termes de crédit favorables et en surproduisant afin d'afficher une meilleure marge unitaire.

Tableau 4. 5 Statistiques descriptives sur la période de CW/OL

Panel A : Statistiques descriptives des variables financières sur la période de CW/OL

Variables	Population (jumelles)			Échantillon			Différence			
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane	Moyenne	Médiane
ROA	1084	-0.0457	0.3037	0.0206	326	-0.0066	0.1410	0.0243	0.0391	0.0037
LEVERAGE	822	0.3597	0.4538	0.2713	304	0.3686	0.1940	0.3405	0.0089	0.0692***
SIZE	1086	2.8367	0.9945	2.8586	326	3.9927	0.5107	3.9506	1.1560***	1.0920***
TACC	1075	-0.0876	0.2003	-0.0604	326	-0.0828	0.0798	-0.0649	0.0048	-0.0045
REVGROW	1084	0.0347	0.3041	0.0128	326	0.0054	0.2410	0.0146	-0.0293	0.0018
LogMTB	761	0.2320	0.4303	0.2169	326	0.0019	0.0056	0.0013	-0.2301***	-0.2156***
NI	1084	183.1632	673.5783	7.2320	326	243.5861	1666.6010	201.377	60.4229	194.1450***
CFO	1082	0.0653	0.1240	0.0763	326	0.0922	0.0642	0.0925	0.0269***	0.0162***

Notes : Le Tableau 4.5 Panel A présente les statistiques descriptives de l'échantillon de firmes sous surveillance CW et de OL, de la population et leur différence. La population représente les firmes jumelées aux firmes de l'échantillon sur la base du ROA, mais, qui n'ont pas fait l'objet d'une surveillance. Le rendement de l'actif ROA est calculé en divisant le résultat avant les activités extraordinaires par l'actif total au temps t-1 (Compustat IBCY/ATQ), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTTQ + DLCQ)/ATQ), SIZE représente la taille de l'entreprise mesurée par le Log de l'actif total (Compustat ATQ), TACC représente les « accruals » totaux calculés en divisant le résultat avant les activités extraordinaires moins les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation par l'actif total de la période précédente (Compustat (IBCY - (OANCFY - XIDOCY))/ATQ), REVGROW représente l'augmentation des ventes calculée par la variation des ventes (Compustat SALEQ), MTB représente le ratio cours/valeur comptable (Compustat (CSHOQ \* PRCCM)/CEQQ), NI, le résultat net avant les activités extraordinaires (Compustat IBCY) et CFO, les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles divisés par l'actif total de la période précédente (Compustat OANCFY/ATQ). Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été appliqués pour examiner si les différences de moyennes et médianes entre les deux groupes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% afin d'éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.



Panel B : Statistiques descriptives du score de gouvernance sur la période de surveillance CW et OL

	(CW)				(OL)			
	N	Moyenne	Écart type	Médiane	N	Moyenne	Écart type	Médiane
Score Refinitiv	232	0.7991	0.1579	0.8448	94	0.7752	0.1624	0.8154

Notes : Le Tableau 4.5 Panel B présente les scores de gouvernance moyens et médians pour les firmes sous surveillance CW et OL. Score Refinitiv représente le score de gouvernance de la base de données Refinitiv de Thomson Reuters. Une note entre 0 et 25 indique des performances de gouvernance médiocres et un degré insuffisant de transparence dans la déclaration publique des données de gouvernance importante alors qu'une note supérieure à 75 indique une excellente performance de gouvernance relative et un haut degré de transparence dans la déclaration publique des données de gouvernances importantes.

Panel C : Statistiques descriptives de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance CW et OL

Variables	(CW)			(OL)		
	N	Moyenne	Médiane	N	Moyenne	Médiane
ABDAC_Match	636	-0.0881	-0.0078*	413	-0.0310*	-0.0250***
ABCFO_Match	644	0.0139	-0.00005	426	-0.0257	-0.0169**
ABPROD_Match	612	0.0543***	0.0135	390	-0.0090	0.0259***
ABEXP_Match	507	-0.0092	-0.0269***	358	-0.0433	-0.0200***
REM1_Match	506	0.0367	0.0374	358	0.1121	0.0457***
REM2_Match	481	0.0905	0.0677***	329	-0.0693	0.0486***

Notes : Le Tableau 4.5 Panel C présente les statistiques descriptives pour les firmes sous surveillance CW et OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.4 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été utilisés pour examiner si les moyennes et les médianes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 4.6.2 Les résultats des analyses de corrélation

Le Tableau 4.6 présente les matrices de corrélation pour les échantillons de firmes sous surveillance CW et OL. Le Panel A du Tableau 4.6 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre la résolution de l'agence, le score de gouvernance de Refinitiv et les variables liées à la gestion des bénéfices pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW. La résolution de l'agence est négativement corrélée avec le secteur d'activité (INDUSTRY) auquel appartient la firme sous surveillance et sa catégorie de notation (INVEST/SPEC). Ces coefficients sont respectivement de l'ordre de -0.15 et -0.24 signifiant que certains secteurs d'activité apparaissent plus risqués aux yeux des agences et que l'appartenance à ces secteurs pourrait influencer la résolution. Nous notons également que les émetteurs dont la notation appartiendrait à la catégorie investissement seraient moins nombreux à se voir accorder une résolution favorable. Nous n'observons pas de corrélation significative entre la résolution et les variables associées à la gestion des bénéfices ou à la gouvernance. Ce qui semble aller à l'encontre de nos hypothèses de recherche.

Le Panel B du Tableau 4.6 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre la résolution de l'agence, le score de gouvernance de Refinitiv et les variables liées à la gestion des bénéfices pour l'échantillon de firmes sous OL. La résolution de l'agence est positivement corrélée avec le rendement de l'actif (ROA), la croissance des revenus (REVGROW) et la catégorie à laquelle appartient la notation de l'émetteur. Ces coefficients sont respectivement de l'ordre de 0.23, 0.21 et 0.29. Nous notons également une corrélation inverse entre la résolution et le ratio d'endettement signifiant, que les firmes moins endettées améliorent leur chance de recevoir une résolution positive. Tout comme pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW, le score de gouvernance et la gestion des bénéfices ne sont pas corrélés avec la résolution de l'agence.

Tableau 4. 6 Matrice de corrélation

Panel A : Matrice de corrélation pour l'échantillon de CW

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
CW.RESOLUTION	A	1														
Score_Refinitiv	B	-0.08	1													
ABDAC_Match	C	0.07	-0.04	1												
ABCFO_Match	D	-0.05	0.00	0.02	1											
ABPROD_Match	E	0.05	-0.10	0.04	-0.09	1										
ABEXP_Match	F	-0.06	-0.06	0.05	0.01	0.08	1									
REM1_Match	G	0.07	0.06	-0.06	-0.52***	-0.03	-0.84***	1								
REM2_Match	H	0.03	0.04	-0.03	-0.03	0.12	-0.94***	0.80***	1							
ROA	I	0.06	0.16*	0.07	-0.04	0.03	0.00	0.02	0.06	1						
LEVERAGE	J	-0.06	-0.14*	-0.05	0.17*	-0.11	-0.18*	0.08	0.17*	-0.14*	1					
REVGROW	K	0.10	-0.03	-0.01	0.04	0.04	-0.17*	0.11	0.19*	0.20**	0.11	1				
SIZE	L	-0.07	0.27***	0.04	0.02	0.03	-0.05	0.03	0.05	0.03	-0.16*	0.11	1			
2008	M	0.03	0.05	0.00	0.05	-0.07	-0.04	0.01	0.04	0.02	-0.10	0.12	0.02	1		
INVEST/SPEC	N	-0.24***	0.29***	0.07	-0.06	-0.06	0.07	-0.02	-0.09	0.17**	-0.30***	0.09	0.26***	0.07	1	
INDUSTRY	O	-0.15*	-0.02	-0.13	-0.14*	-0.03	-0.08	0.17*	0.08	0.14*	0.01	0.09	0.05	-0.06	0.03	1

Notes : Le Tableau 4.6 Panel A présente les coefficients de corrélation de Pearson pour les échantillons de firmes sous surveillance CW. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance de Refinitiv. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 4.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Matrice de corrélation pour l'échantillon de OL

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
OL.RESOLUTION	A	1														
Score_Refinitiv	B	-0.14	1													
ABDAC_Match	C	0.05	0.18	1												
ABCFO_Match	D	0.13	0.18	0.00	1											
ABPROD_Match	E	0.16	0.18	0.04	0.07	1										
ABEXP_Match	F	0.06	-0.07	-0.12	-0.04	-0.04	1									
REM1_Match	G	-0.09	-0.01	0.09	-0.33**	0.00	-0.93***	1								
REM2_Match	H	0.08	0.17	0.13	0.11	0.65***	-0.78***	0.71***	1							
ROA	I	0.23*	-0.02	0.14	-0.02	-0.11	-0.03	0.04	-0.02	1						
LEVERAGE	J	-0.47***	0.07	-0.14	-0.13	-0.04	0.02	0.01	-0.06	-0.53***	1					
REVGROW	K	0.21*	0.03	0.03	0.06	-0.16	0.10	-0.10	-0.16	0.26*	-0.04	1				
SIZE	L	0.09	0.25*	0.02	0.06	0.16	-0.16	0.13	0.22	0.30**	-0.32**	0.09	1			
2008.(0/1)	M	0.17	0.12	0.02	-0.08	0.13	-0.08	0.10	0.17	-0.06	-0.13	-0.20	-0.01	1		
INVEST/SPEC	N	0.29**	0.18	0.01	0.01	-0.07	0.02	0.01	-0.07	0.31**	-0.50***	0.11	0.31**	0.12	1	
INDUSTRY	O	0.14	-0.04	-0.13	-0.18	0.16	-0.07	0.11	0.11	0.26*	-0.13	0.06	0.05	0.11	0.05	1

Notes : Le Tableau 4.6 Panel B présente les coefficients de corrélation de Pearson pour les échantillons de firmes sous surveillance OL. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance de Refinitiv. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 4.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 4.6.3 Résultats des analyses de régression sur les liens entre la gouvernance, la gestion des bénéfices et la résolution de l'agence de notation sur la période de surveillance (CW ou OL)

Le Tableau 4.7 présente les résultats des régressions logistiques de la résolution de l'agence sur la gouvernance et la gestion des bénéfices. Le Panel A du Tableau 4.7 présente la régression logistique de la résolution de l'agence sur la gouvernance et la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires pour l'échantillon de firmes sous CW, le Panel B, les régressions logistiques de la résolution de l'agence sur la gouvernance et la gestion réelle des bénéfices pour l'échantillon de firmes sous CW, le Panel C, la régression logistique de la résolution de l'agence sur la gouvernance et la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires pour l'échantillon de firmes sous OL et le Panel D, les régressions logistiques de la résolution de l'agence sur la gouvernance et la gestion réelle des bénéfices pour l'échantillon de firmes sous OL. Les analyses logistiques appuient les résultats observés à partir des matrices de corrélation, à savoir que nous n'observons pas de lien entre la gouvernance, la gestion des bénéfices et la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW et OL. En revanche, nous observons que la croissance des revenus de même que le ratio d'endettement influencent positivement la résolution de l'agence, et ce, tant pour les firmes sous surveillance CW que celles sous OL.

Tableau 4. 7 Régression logistique de la gouvernance et de la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence

Panel A : Régression logistique de la gouvernance et de la gestion des bénéfiques au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la résolution de l'agence pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW

	1
Score_Refinitiv	-0.402 (1.067)
ABDAC_Match	0.093 (0.120)
ROA	1.820 (1.724)
LEVERAGE	-2.474** (1.117)
REVGROW	1.329** (0.653)
SIZE	-0.058 (0.369)
2008	0.091 (0.468)
INVEST/SPEC	-1.518*** (0.382)
Constant	3.187* (1.662)
Effet fixe (secteur)	OUI
Observations	209
Pseudo R2	0.2679

Notes : Le Tableau 4.7 Panel A présente les résultats de la régression logistique de la gouvernance et de la gestion des bénéfiques au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance de Refinitiv. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. Toutes les variables du Tableau 4.7 associées à la gestion des bénéfiques ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Régression logistique de la gouvernance et de la gestion réelle des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour l'échantillon de firmes sous surveillance CW

	1	2	3
Score_Refinitiv	-0.169 (1.140)	-0.362 (1.137)	-0.101 (1.130)
ABCFO_Match	-0.135 (0.162)		
ABPROD_Match	-0.008 (0.387)		
ABEXP_Match	-0.069 (0.110)		
REM1_Match		0.086 (0.069)	
REM2_Match			0.006 (0.057)
ROA	2.176 (1.813)	2.160 (1.828)	2.117 (1.818)
LEVERAGE	-1.904 (1.207)	-1.913 (1.170)	-1.946* (1.174)
REVGROW	1.591** (0.741)	1.475** (0.722)	1.596** (0.733)
SIZE	0.165 (0.393)	0.113 (0.388)	0.163 (0.388)
2008	0.019 (0.495)	0.095 (0.490)	0.018 (0.492)
INVEST/SPEC	-1.333*** (0.403)	-1.388*** (0.401)	-1.329*** (0.402)
Constant	1.884 (1.799)	2.144 (1.754)	1.801 (1.781)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI
Observations	189	195	189
Pseudo R2	0.2642	0.2706	0.2554

Notes : Le Tableau 4.7 Panel B présente les résultats de la régression logistique de la gouvernance et de la gestion réelle des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance de Refinitiv. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent, respectivement, les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfiques. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 4.7 associées à la gestion des bénéfiques ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel C : Régression logistique de la gouvernance et de la gestion des bénéfiques au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la résolution de l'agence pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL

	1
Score_Refinitiv	-2.085 (2.812)
ABDAC_Match	0.315 (0.658)
ROA	-1.307 (2.906)
LEVERAGE	-3.788* (2.062)
REVGROW	6.330** (2.762)
SIZE	-0.218 (0.738)
2008	1.341 (1.400)
INVEST/SPEC	0.782 (0.916)
Constant	4.100 (3.046)
Effet fixe (secteur)	OUI
Observations	83
Pseudo R2	0.5715

Notes : Le Tableau 4.7 Panel C présente les résultats de la régression logistique de la gouvernance et de la gestion des bénéfiques au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance de Refinitiv. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. Toutes les variables du Tableau 4.7 associées à la gestion des bénéfiques ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.



Panel D : Régression logistique de la gouvernance et de la gestion réelle des bénéfices sur la résolution de l'agence pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL

	1	2	3
Score_Refinitiv	-2.992 (2.968)	-2.265 (2.647)	-2.310 (2.716)
ABCFO_Match			
ABPROD_Match	-0.764 (3.453)	-0.269 (3.225)	-1.101 (3.435)
ABEXP_Match	-3.604 (2.260)	-4.174* (2.132)	-3.821* (2.200)
REM1_Match	5.443** (2.482)	4.792** (2.376)	5.358** (2.425)
REM2_Match	-0.066 (0.741)	-0.078 (0.698)	-0.131 (0.724)
ROA	2.033 (1.556)	2.220 (1.583)	2.149 (1.580)
LEVERAGE	0.743 (0.969)	0.294 (0.909)	0.601 (0.942)
REVGROW	4.533 (3.453)	4.103 (3.052)	4.208 (3.446)
SIZE	OUI 76	OUI 81	OUI 76
2008	0.5647 (1.556)	0.5724 (1.583)	0.5533 (1.580)
INVEST/SPEC	0.743 (0.969)	0.294 (0.909)	0.601 (0.942)
Constant	4.533 (3.453)	4.103 (3.052)	4.208 (3.446)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI
Observations	76	81	76
Pseudo R2	0.5647	0.5724	0.5533

Notes : Le Tableau 4.7 Panel D présente les résultats de la régression logistique de la gouvernance et de la gestion réelle des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance de Refinitiv. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent, respectivement, les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 4.7 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 4.6.4 Résultats des analyses de régression de l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance de crédit (CW ou OL)

Le Tableau 4.8 présente les résultats des modèles de régressions logistiques de l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence, pour les firmes sous surveillance de crédit (CW ou OL). Il est pratique courante de présenter uniquement les modèles pour lesquels les termes d'interaction sont significatifs. De plus, lorsqu'il y a un effet d'interaction, seul l'effet d'interaction est généralement interprété (les effets simples ne sont pas interprétés) (Girard, S. et al., 2020). Cela est dû au fait que l'interprétation des résultats de ces modèles se fait de manière différente en comparaison avec un modèle de régression logistique simple. Lorsqu'un terme d'interaction est significatif, il indique généralement que l'effet d'une variable sur la variable dépendante (dans ce cas, la résolution de l'agence) varie en fonction des niveaux de l'autre variable. Cela signifie que l'influence d'une variable (par exemple, la gouvernance) sur la résolution de l'agence peut dépendre de la valeur de l'autre variable (par exemple, la gestion des bénéfices). Ainsi, nous discuterons dans cette section que des modèles présentant un coefficient significatif pour le terme d'interaction.

Le Panel A du Tableau 4.8 présente les résultats des régressions logistiques de l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour l'échantillon de firmes sous CW. Le modèle 1 présente l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match). Nous observons un résultat positif de l'ordre de 2.991 relatif à l'interaction entre ces deux variables, signifiant que l'impact de la gouvernance (Score\_Refinitiv) sur la résolution de l'agence augmente à mesure que la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) augmente. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Il semble que, dans ce contexte spécifique, qu'une bonne gouvernance d'entreprise ait un effet rassurant sur les agences de notation de crédit, ce qui les rend potentiellement plus enclines à accepter la pratique de gestion des bénéfices. Ce résultat va de pair avec l'hypothèse que les dirigeants pourraient utiliser la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires afin de divulguer publiquement des informations privées concernant leur performance future (Subramanyam, 1996). Il est possible que, lorsque la gouvernance d'entreprise est élevée, les agences de notation aient

davantage confiance dans l'intégrité des données financières de l'entreprise et soient donc plus disposées à accepter la gestion des bénéfices. Cela pourrait être interprété positivement par les agences, considérant que la pratique de gestion des bénéfices ne soit pas utilisée de manière abusive, mais plutôt comme un moyen de réagir à des circonstances spécifiques ou de signaler sa performance future.

Les modèles 3 et 6 présentent l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la pratique de gestion réelle des bénéfices. Le modèle 3 présente l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable ABPROD\_Match associée à une surproduction. Nous observons un coefficient négatif de -7.518 pour l'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable de surproduction (ABPROD\_Match). Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Plus précisément, ce résultat indique que l'effet de la gouvernance sur la résolution tend à s'affaiblir à mesure que la surproduction s'accroît. En d'autres termes, lorsque les entreprises ont tendance à surproduire de manière significative, la qualité de leur gouvernance semble avoir moins d'impact sur la résolution des agences de notation de crédit. Le modèle 6 présente l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable REM2\_Match associée à une surproduction combinée à une réduction des dépenses discrétionnaires. Nous observons un coefficient négatif de -2.751 pour l'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable REM2\_Match. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Ce résultat indique que l'effet de la gouvernance sur la résolution diminue à mesure que la surproduction s'intensifie et que les dépenses discrétionnaires sont réduites. Plus précisément, lorsque les entreprises accélèrent les ventes en accordant des termes de crédit favorables et coupent dans les frais administratifs et de recherche et développement de manière significative, la qualité de leur gouvernance semble avoir moins d'impact sur la résolution des agences de notation de crédit.

Le Panel B du Tableau 4.8 présente les résultats des régressions logistiques de l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour l'échantillon de firmes sous surveillance OL. Le modèle 3 présente l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la surproduction (ABPROD\_Match), associée à une gestion réelle des bénéfices. Nous observons un coefficient positif de l'ordre de 18,385 pour la variable

représentant l'interaction entre la surproduction et le score de gouvernance. Ce résultat suggère que les firmes sous surveillance OL pourraient bénéficier à surproduire sur la période de surveillance. Nos résultats indiquent que l'impact de la gestion des bénéfices (ABPROD\_Match) sur la résolution de l'agence augmente à mesure que le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) augmente. Ce résultat est significatif au seuil de 10%.

En somme, nos résultats suggèrent que la gouvernance peut jouer un rôle de médiateur dans la manière dont les agences évaluent et réagissent aux pratiques de gestion des bénéfices des entreprises. Ainsi, nos hypothèses H1 et H2 selon lesquels la gouvernance d'entreprise a un effet modérateur sur l'influence des pratiques de gestion des bénéfices (à la hausse) au moyen des « accruals » discrétionnaires des firmes sous surveillance négative (CW/OL) sur la résolution de l'agence et que la gouvernance d'entreprise a un effet modérateur sur l'influence des pratiques de gestion réelle (à la hausse) des bénéfices des firmes sous surveillance négative (CW/OL) sur la résolution de l'agence sont partiellement validées. Il est intéressant de constater que les agences de notation semblent réagir différemment selon que l'entreprise pratique une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires ou une gestion réelle des bénéfices. S'il apparaît que la qualité de la gouvernance semble rassurer les agences dans leur décision d'accorder une résolution positive aux entreprises pratiquant une gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, nous observons un tout autre scénario pour les entreprises pratiquant une gestion réelle des bénéfices. En effet, cette observation peut s'expliquer par le fait que les « accruals » discrétionnaires sont généralement considérés comme des ajustements comptables qui peuvent être utilisés sans nécessairement refléter une manipulation volontaire. Ce faisant, une bonne pratique de gouvernance d'entreprise pourrait être interprétée par les agences de notation comme un gage de transparence dans la présentation des données financières de l'entreprise, les rendant ainsi plus enclines à accepter la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires. En revanche, pour les entreprises qui pratiquent une gestion réelle des bénéfices, c'est-à-dire des actions qui entraînent des impacts sur les flux de trésorerie (ex : augmentations des revenus, surproduction, réduction des dépenses), la gouvernance peut ne pas avoir le même effet rassurant. Les agences de notation peuvent être plus enclines à interpréter de telles actions comme des signaux négatifs, suggérant que l'entreprise est confrontée à des problèmes financiers plus importants.

Tableau 4. 8 Effet d'interaction entre la gestion des bénéfiques et la gouvernance sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance

Panel A : Effet d'interaction entre la gestion des bénéfiques et la gouvernance sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW

	1	2	3	4	5	6
Score_REFINITIV	-0.550 (1.063)	-0.445 (1.022)	0.138 (1.087)	-0.110 (1.098)	-0.083 (1.107)	0.312 (1.148)
ABDAC_Match	-2.408* (1.460)					
ABCFO_Match		-3.281 (2.655)				
ABPROD_Match			6.245* (3.376)			
ABEXP_Match				-0.146 (0.845)		
REM1_Match					0.347 (1.058)	
REM2_Match						2.311* (1.318)
ROA	2.478 (1.758)	2.689 (1.773)	2.856 (1.742)	2.681 (1.817)	2.700 (1.828)	3.371* (1.988)
LEVERAGE	-2.464** (1.128)	-2.341** (1.144)	-2.321** (1.141)	-2.062* (1.181)	-1.890 (1.171)	-2.077* (1.188)
REVGROW	1.454** (0.675)	1.330** (0.634)	1.238* (0.648)	1.379* (0.714)	1.420** (0.719)	1.434* (0.739)
SIZE	0.025 (0.369)	0.083 (0.363)	0.024 (0.376)	0.130 (0.385)	0.144 (0.386)	0.111 (0.393)
2008	0.021 (0.467)	0.059 (0.462)	-0.008 (0.465)	0.020 (0.485)	0.038 (0.485)	-0.019 (0.494)
INVEST/SPEC	-1.576*** (0.389)	-1.510*** (0.385)	-1.456*** (0.384)	-1.404*** (0.403)	-1.421*** (0.404)	-1.372*** (0.410)
Score_Refinitiv:ABDAC_Match	2.991* (1.759)					
Score_Refinitiv:ABCFO_Match		3.959 (3.294)				
Score_Refinitiv:ABPROD_Match			-7.518* (3.996)			
Score_Refinitiv:ABEXP_Match				0.084 (1.008)		
Score_Refinitiv:REM1_Match					-0.321 (1.294)	
Score_Refinitiv:REM2_Match						-2.751* (1.520)
Constante	2.977* (1.652)	2.528 (1.613)	2.498 (1.688)	1.944 (1.715)	1.821 (1.715)	1.833 (1.786)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	210	213	207	196	196	190
Pseudo R2	0.2843	0.2655	0.2789	0.2642	0.2721	0.2892

Notes : Le Tableau 4.8 Panel A présente l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous CW. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés par le modèle de Rowchowdhury (2006) REM1\_Match représente la somme de -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et REM2\_Match, la somme de ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. ROA représente le rendement de l'actif, LEVERAGE, le ratio dette divisée par l'actif total, REVGROW, la croissance des revenus, SIZE, la taille, 2008, une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant en 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC, une variable binaire égale à 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 autrement et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Les variables sont fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Effet d'interaction entre la gestion des bénéfiques et la gouvernance sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL

	1	2	3	4	5	6
Score_REFINITIV	-1.782 (2.894)	-1.756 (2.629)	-1.616 (2.656)	-2.159 (2.677)	-2.264 (2.653)	-0.907 (2.938)
ABDAC_Match	-0.688 (3.055)					
ABCFO_Match		1.054 (4.588)				
ABPROD_Match			-9.558** (4.504)			
ABEXP_Match				-0.062 (3.335)		
REM1_Match					-0.363 (3.288)	
REM2_Match						-1.519 (2.477)
ROA	-1.458 (2.950)	-1.153 (2.980)	-1.273 (3.621)	-0.417 (3.220)	-0.270 (3.223)	-1.594 (3.557)
LEVERAGE	-3.910* (2.088)	-4.317** (2.123)	-5.596** (2.509)	-4.208* (2.175)	-4.155* (2.173)	-4.689* (2.496)
REVGROW	6.180** (2.755)	4.776** (2.386)	8.190** (3.311)	4.870** (2.387)	4.801** (2.388)	5.416** (2.447)
SIZE	-0.185 (0.747)	-0.085 (0.716)	-0.882 (0.840)	-0.149 (0.687)	-0.078 (0.698)	-0.312 (0.757)
2008	1.271 (1.406)	2.067 (1.599)	1.586 (1.365)	2.185 (1.582)	2.229 (1.597)	1.884 (1.605)
INVEST/SPEC	0.747 (0.918)	0.476 (0.868)	1.680 (1.182)	0.275 (0.918)	0.300 (0.916)	0.496 (0.956)
Score_REFINITIV:ABDAC_Match	1.303 (3.739)					
Score_REFINITIV:ABCFO_Match		0.683 (5.993)				
Score_REFINITIV:ABPROD_Match			18.385** (7.945)			
Score_REFINITIV:ABEXP_Match				0.351 (4.407)		
Score_REFINITIV:REM1_Match					-0.193 (4.353)	
Score_REFINITIV:REM2_Match						2.892 (3.606)
Constante	3.726 (3.194)	3.751 (3.052)	7.137* (3.794)	4.287 (3.047)	4.088 (3.072)	4.176 (3.375)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	83	84	80	81	81	76
Pseudo R2	0.2686	0.2581	0.2793	0.2642	0.2612	0.2617

Notes : Le Tableau 4.8 Panel B présente l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous OL. Score\_Refinitiv représente le score de gouvernance. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés par le modèle de Rowchowdhury (2006) REM1\_Match représente la somme de -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et REM2\_Match, la somme de ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. ROA représente le rendement de l'actif, LEVERAGE, le ratio dette divisée par l'actif total, REVGROW, la croissance des revenus, SIZE, la taille, 2008, une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant en 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC, une variable binaire égale à 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 autrement et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Les variables sont fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 4.6.5 Les intervalles de Johnson-Neyman

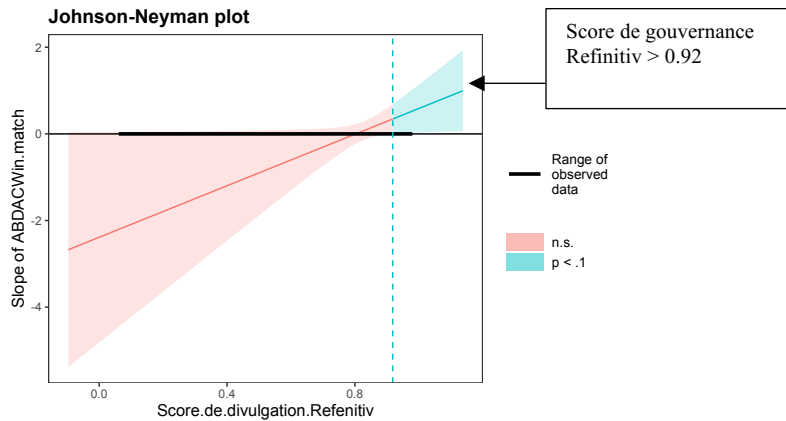
La figure 4.3 présente les intervalles de Johnson-Neyman relatif aux modèles d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence présentés au Tableau 4.8. Les intervalles de Johnson-Neyman nous permettent d'observer pour quelles valeurs de la variable modératrice (Score de gouvernance) l'effet d'interaction est significatif. Les valeurs comprises dans la zone bleue sont significatives alors que celles comprises dans la zone rouge ne le sont pas. Le Panel A de la figure 4.3 présente les intervalles de Johnson-Neyman relatif à l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Rifinitiv) et la gestion des bénéfiques au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) pour les firmes sous surveillance CW. Sur la plage des valeurs de la variable de gouvernance observées (0.07 à 0.97), l'effet de modération est significatif lorsque les valeurs de la variable gouvernance sont supérieures à 0.92, signifiant que l'impact de la gouvernance (Score\_Rifinitiv) sur la résolution de l'agence augmente à mesure que la gestion des bénéfiques au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) augmente lorsque le score de gouvernance est supérieur au score de 0.92. Le Panel B de la figure 4.3 présente les intervalles de Johnson-Neyman relatif à l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la surproduction (ABPROD\_Match) pour les firmes sous surveillance CW. Sur la plage des valeurs de la variable de gouvernance observées (0.07 à 0.97), l'effet de modération est significatif lorsque les valeurs de la variable gouvernance sont inférieures au score de 0.60, signifiant que l'impact de la gouvernance (Score\_Refinitiv) sur la résolution de l'agence augmente à mesure que la surproduction augmente lorsque le score de gouvernance est inférieur à 0.60. Le Panel C de la figure 4.3 présente les intervalles de Johnson-Neyman relatif à l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable REM2, faisant référence à une surproduction combinée à une réduction des dépenses discrétionnaires, pour les firmes sous surveillance CW. Sur la plage des valeurs de la variable de gouvernance observées (0.07 à 0.97), l'effet de modération est significatif lorsque les valeurs de la variable gouvernance sont inférieures au score de 0.37 ou supérieures à 0.94, signifiant que l'impact de la gouvernance (Score\_Refinitiv) sur la résolution de l'agence augmente à mesure que la surproduction augmente lorsque le score de gouvernance est compris à l'extérieur de l'intervalle allant de 0.37 à 0.94. Le Panel D de la figure 4.3 présente les intervalles de Johnson-Neyman relatif à l'effet d'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable ABPROD\_Match relatif à une surproduction pour les firmes sous

surveillance OL. Sur la plage des valeurs de la variable de gouvernance observées (0.12 à 0.97), l'effet de modération est significatif lorsque les valeurs de la variable gouvernance sont inférieures au score de 0.19 ou supérieures à 0.64, signifiant que l'impact de la gouvernance (Score\_Refinitiv) sur la résolution de l'agence augmente à mesure que la surproduction augmente lorsque le score de gouvernance est compris à l'extérieur de l'intervalle allant de 0.19 à 0.64.



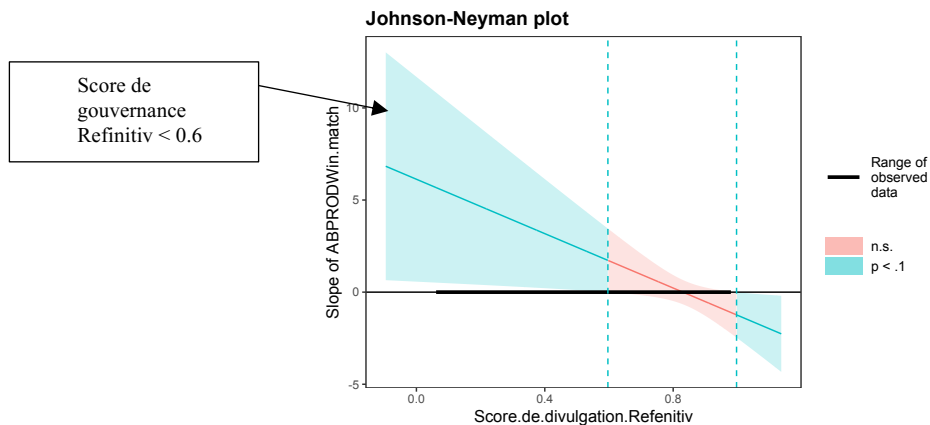
Figure 4.2 Intervalles de Johnson Neyman

Panel A : Interaction entre la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance CW



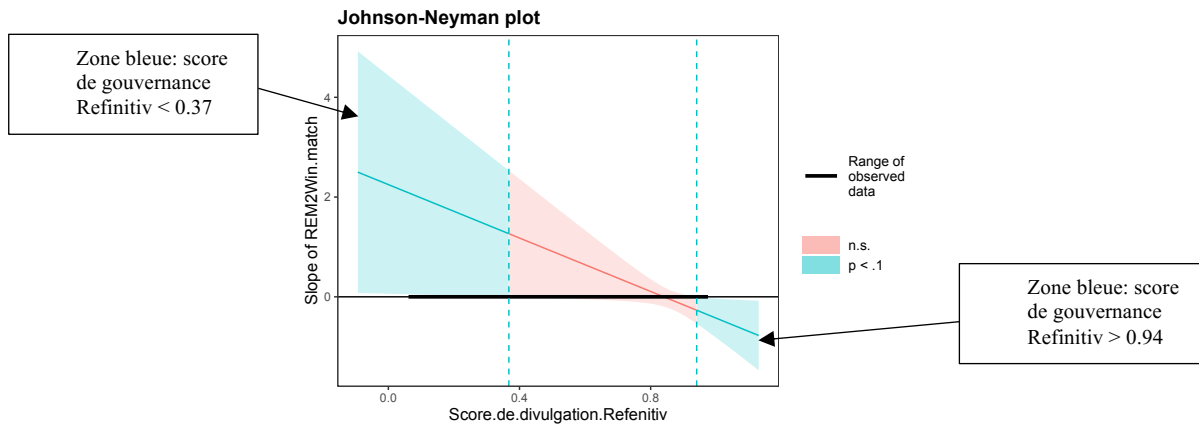
Notes : Le Panel A de la Figure 4.3 présente l'interaction entre la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance CW. La variable ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. L'axe des X (horizontale) représente les valeurs de la variable modératrice (score de gouvernance). L'axe des Y (verticale) représente les valeurs de l'effet ajusté de la gouvernance sur la variable de gestion des bénéfices (ABDAC\_Match). La plage de valeurs observées pour la variable gouvernance est de [0.07 à 0.97]. La zone rouge représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance ne sont pas significatives alors que la zone plus représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance sont significatives. Les variables de la zone bleue sont significatives au seuil de 1%.

Panel B : Interaction entre la surproduction et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance CW



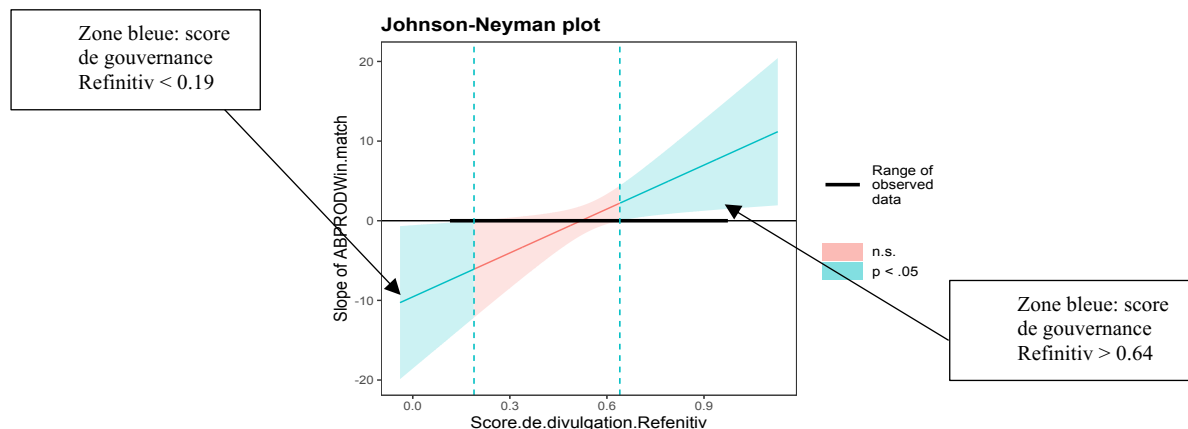
Notes : Le Panel B de la Figure 4.3 présente l'interaction entre la gestion réelle des bénéfices (ABPROD\_Match) et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance CW. La variable ABPROD\_Match représente la surproduction, signe d'une gestion réelle des bénéfices. L'axe des X (horizontale) représente les valeurs de la variable modératrice (score de gouvernance). L'axe des Y (verticale) représente les valeurs de l'effet ajusté de la gouvernance sur la variable de gestion réelle des bénéfices (ABPROD\_Match). La plage de valeurs observées pour la variable gouvernance est de [0.07 à 0.97]. La zone rouge représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance ne sont pas significatives alors que la zone plus représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance sont significatives. Les variables de la zone bleue sont significatives au seuil de 1%.

Panel C : Interaction entre la surproduction, la réduction des dépenses discrétionnaires et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance CW



Notes : Le Panel C de la Figure 4.3 présente l'interaction entre la gestion réelle des bénéfices (REM2\_Match) et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance CW. La variable REM2\_Match représente une surproduction combinée à une réduction des dépenses discrétionnaires, signe d'une gestion réelle des bénéfices. L'axe des X (horizontale) représente les valeurs de la variable modératrice (score de gouvernance). L'axe des Y (verticale) représente les valeurs de l'effet ajusté de la gouvernance sur la variable de gestion réelle des bénéfices (REM2\_Match). La plage de valeurs observées pour la variable gouvernance est de [0.07 à 0.97]. La zone rouge représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance ne sont pas significatives alors que la zone plus représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance sont significatives. Les variables de la zone bleue sont significatives au seuil de 1%.

Panel D : Interaction entre la surproduction et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance OL



Notes : Le Panel D de la Figure 4.3 présente l'interaction entre la gestion réelle des bénéfices (ABPROD\_Match) et le score de gouvernance de Refinitiv pour les firmes sous surveillance OL. La variable ABPROD\_Match représente la surproduction, signe d'une gestion réelle des bénéfices. L'axe des X (horizontale) représente les valeurs de la variable modératrice (score de gouvernance). L'axe des Y (verticale) représente les valeurs de l'effet ajusté de la gouvernance sur la variable de gestion réelle des bénéfices (ABPROD\_Match). La plage de valeurs observées pour la variable gouvernance est de [0.12 à 0.97]. La zone rouge représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance ne sont pas significatives alors que la zone plus représente la zone où les valeurs de la variable gouvernance sont significatives. Les variables de la zone bleue sont significatives au seuil de 1%.

#### 4.6.6 Tests supplémentaires

Dans un premier temps, nous avons souhaité reconduire nos analyses de régression portant sur l'effet modérateur de la gouvernance sur l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence en tenant compte des variations des mesures de gouvernance et de gestion des bénéfices. La variation de la gouvernance est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 du score de gouvernance de Refinitiv de sa valeur au temps t. L'annexe 10 présente les résultats des analyses de régression logistique portant sur l'effet modérateur de la variation de la gouvernance sur l'impact de la variation de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance négative de crédit. Nos résultats sont similaires à ceux obtenus lorsque nous ne tenons pas compte de la variation dans nos modèles. Le Panel A présente les résultats pour les firmes sous surveillance CW. Nous observons un coefficient négatif de l'ordre de -1.371 pour l'interaction entre le score de gouvernance (Score\_Refinitiv) et la variable REM2\_Match. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Plus précisément, ce résultat indique que l'effet d'une amélioration des pratiques de gouvernance sur la résolution diminue à mesure que la surproduction s'intensifie et que les dépenses discrétionnaires sont réduites. En d'autres mots, l'influence d'une augmentation des pratiques de gestion réelle des bénéfices sur la résolution de l'agence diminue à mesure que la qualité de la gouvernance augmente. Le Panel B présente les résultats pour les firmes sous surveillance OL. Nous n'observons pas d'interaction significative entre la gestion des bénéfices et la gouvernance pour les firmes sous surveillance OL.

Dans un second temps, nous avons souhaité observer si l'emploi d'un score de gouvernance différent influencerait nos conclusions. Plus précisément nous avons reconduit nos analyses de régression portant sur l'effet modérateur de la gouvernance sur l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence en utilisant le score de gouvernance de Bloomberg au lieu du score de gouvernance de Refinitiv présenté dans nos analyses principales. Bloomberg note les entreprises sur une base annuelle, en collectant des informations de gouvernance publiques. Le score de divulgation de gouvernance de Bloomberg est pondéré, puis normalisé afin de se situer entre 0 et 100. Ainsi, une note de 0 signifie que l'entreprise n'a reporté aucun des points de donnée. À l'inverse, une note de 100 signifie que l'entreprise a reporté tous les points de donnée et par conséquent, qu'elle est entièrement transparente dans son domaine. Les indicateurs du score de divulgation de gouvernance de Bloomberg sont présentés à l'Annexe 5.

L'Annexe 9 présente les résultats des analyses de régressions logistiques de l'effet modérateur de la gouvernance sur l'impact de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance, lorsque le score de divulgation de Bloomberg est utilisé au lieu du score de gouvernance de Refinitiv. Le Panel A présente les résultats des analyses pour les firmes sous surveillance CW. Nos résultats suggèrent, pour les firmes placées sous surveillance négative de crédit CW, que la gouvernance, mesurée par le score de divulgation de Bloomberg, aurait un effet modérateur sur la pratique de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (Modèle 1). Nous observons un résultat négatif de l'ordre de -0.037 pour l'interaction entre ces variables, signifiant qu'un score élevé de gouvernance (Score de gouvernance de Bloomberg) aurait pour effet de limiter l'impact de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires (ABDAC\_Match) sur la résolution de l'agence. Ce résultat est significatif au seuil de 10%. Le Panel B présente les résultats des analyses pour les firmes sous surveillance OL. Nous n'observons pas d'effet d'interaction significatif pour les firmes sous surveillance OL. En somme, les résultats diffèrent selon le score de gouvernance utilisé (score de gouvernance de Refinitiv et de gouvernance de Bloomberg). Cela est essentiellement dû à la composition des deux indices de gouvernance. Alors que le score de gouvernance de Refinitiv mise sur la performance des facteurs de gouvernance, celui de Bloomberg mise plutôt sur la divulgation et la transparence de ces facteurs.

#### 4.7 Conclusion

Cette étude vise à approfondir notre compréhension du lien entre la gestion des bénéfices et la gouvernance d'entreprise en analysant leur relation avec la résolution de l'agence à l'issue de la période de surveillance. La surveillance de crédit est une étape critique où les agences de notation évaluent la qualité du crédit d'un émetteur et déterminent si des ajustements au niveau de la notation sont nécessaires. À la fin de la période de surveillance, l'agence rend sa décision. Celle-ci se traduit généralement soit, par une confirmation de la notation initiale (résolution positive) ou par une révision à la baisse de la notation (résolution négative). Cette décision aura des répercussions sur les coûts de financement de l'entreprise, sa réputation et sa capacité à attirer des investisseurs. Les émetteurs souhaiteront répondre au mieux aux préoccupations des agences afin d'éviter les répercussions négatives que pourrait entraîner une révision à la baisse de la notation. La

gouvernance d'entreprise ayant pour objectif de garantir la transparence des données financières, nous avons souhaité vérifier dans quelle mesure elle aurait le pouvoir de limiter l'influence de la pratique de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence de notation de crédit. Notre échantillon est composé de 278 et 171 firmes placées sous CW et OL sur la période allant de 2005 à 2019. Le score de gouvernance provient de la base de données Refinitiv de Thomson Reuters. Les modèles de Jones (1991) modifié et de Roychowdury (2006) ont été utilisés comme proxy pour l'estimation de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires et de la gestion réelle des bénéfices.

En nous appuyant à la fois sur la théorie positive de la comptabilité et la théorie de l'agence, nos résultats soulignent la complexité des interactions sur la période de surveillance négative de crédit. La théorie positive de la comptabilité pose les grandes lignes pour expliquer l'opportunisme des dirigeants. La crainte d'une dégradation de la notation constitue un motif valable à la pratique de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance. Nos résultats montrent que les firmes sous CW et OL pratiquent une gestion réelle des bénéfices sur la période de surveillance. Nous observons, pour les firmes sous surveillance CW, une production moyenne supérieure et des niveaux médians de dépenses discrétionnaires inférieurs à ceux de la firme jumelle n'ayant, elle, pas fait l'objet d'une surveillance. Ces résultats suggèrent que ces firmes auraient tendance à surproduire afin de diminuer les coûts unitaires de production et afficher une meilleure marge opérationnelle et qu'elles sont portées à réduire leurs dépenses discrétionnaires sur la période de surveillance, afin d'afficher un meilleur résultat net. En plus de surproduire et de réduire ses dépenses discrétionnaires, nous observons, pour les firmes sous surveillance OL, des niveaux médians de flux de trésorerie inférieurs sur cette période en comparaison avec la firme jumelle. Suggérant que les firmes sous surveillance OL auraient tendance à accorder des termes de crédit plus favorables afin d'accélérer les ventes sur cette période.

Selon la théorie de l'agence, l'asymétrie de l'information entre les dirigeants et les actionnaires et obligataires peuvent entraîner des conflits d'intérêts. Les mécanismes de gouvernance mis en place ont pour objectif de limiter le comportement opportuniste des dirigeants.

Les résultats de notre étude montrent que la gouvernance pourrait jouer un rôle de médiateur dans la manière dont les agences évaluent et réagissent aux pratiques de gestion des bénéfices des entreprises. Pour les entreprises faisant l'objet d'un placement sous surveillance CW, l'influence de la gouvernance sur la résolution de l'agence semble croître à mesure que la pratique de la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires augmente. Ce constat suggère qu'un solide système de gouvernance pourrait rassurer les agences de notation, les rendant ainsi plus enclines à accepter une telle pratique. Nos résultats montrent également, pour ces firmes, que l'effet de la gouvernance sur la résolution de l'agence tend à diminuer à mesure que la surproduction, en tant que forme de gestion réelle des bénéfices, devient plus prononcée. En revanche, pour les entreprises sous surveillance OL, nos résultats indiquent qu'une amélioration de la gouvernance pourrait modérer l'impact de la gestion réelle des bénéfices (mesurée par la surproduction) sur la résolution de l'agence. Il est intéressant de constater que les agences de notation réagissent différemment selon le type de gestion des bénéfices pratiqué et selon le type de surveillance de crédit (CW versus OL).

Cette recherche présente plusieurs contributions. Les notations de crédit font l'objet d'une vaste littérature, mais les actions de surveillance (CW et OL) ont reçu elles beaucoup moins d'attention dans la littérature. Cette recherche représente, à notre connaissance, la première à avoir analysé la triple relation entre les actions de surveillance (CW et OL), la gouvernance d'entreprise et la gestion des bénéfices. Nos résultats contribuent à la théorie positive de la comptabilité en montrant que la crainte d'un déclassement de la notation sur la période de surveillance négative de crédit créer une motivation à la pratique de la gestion des bénéfices. De l'autre côté, en nous basant sur la théorie de l'agence, les mécanismes de gouvernance en place ont pour objectif de limiter l'opportunisme des dirigeants et améliorer la transparence. Nos résultats soulignent les limites de ces deux théories en contexte de surveillance accrue et montrent que les entreprises ont une préférence pour la gestion réelle des bénéfices sur la période de surveillance. Ce type de gestion des bénéfices étant plus acceptable et plus difficilement détectable comparativement à la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires. Nos résultats montrent également que malgré un bon système de gouvernance, le souhait d'éviter un abaissement de la notation pourrait l'emporter sur les bonnes pratiques comptables, signifiant que la force de la gouvernance dépendra des enjeux auxquels font face les entreprises. Notre étude présente également des contributions sur le plan méthodologique par l'étude de deux types de gestion des bénéfices et de l'emploi d'un score

de gouvernance afin d'examiner l'interaction entre ces variables. Nos résultats présentent également des implications importantes pour les agences de notation, les législateurs et les dirigeants en soulignant l'importance, pour les entreprises, de se doter de bonnes pratiques de gouvernance afin de garantir la fiabilité des notations de crédit et la nécessité de renforcer la transparence et la responsabilité des agences de notation. Les agences de notation devraient renforcer leur contrôle auprès des firmes présentant de mauvaises pratiques de gouvernance afin de réduire les probabilités de défaut. Cet article aspire également à contribuer à la réforme continue de l'industrie des notations de crédit et à l'élaboration de politiques financières plus efficaces.

Cette étude présente cependant certaines limites. Lors de la période de surveillance, les agences ont pu avoir accès à de l'information confidentielle lors de rencontres avec l'émetteur. Si cette information est reflétée dans l'estimation des modèles de gestion des bénéfices, il est possible que l'association que nous avons documentée entre la résolution, la gestion des bénéfices et la gouvernance puisse être biaisée par elle. De plus, il existe une possibilité que la surveillance de crédit résulte d'une fusion ou une acquisition. Dans ce cas, le placement sous surveillance ne serait pas causé par une sous-performance de la firme, mais bien par le niveau de risque engendré par la fusion ou l'acquisition, ce qui pourrait également contribuer à biaiser les résultats. De plus, les modèles d'estimation de la gestion des bénéfices pourraient ne pas toujours distinguer avec précision une gestion normale des bénéfices d'une gestion des bénéfices visant à tromper les agences de notation. Cette lacune est cependant atténuée lorsqu'une procédure de jumelage est utilisée. Par ailleurs, la gouvernance et la gestion des bénéfices n'étant pas les seuls éléments conducteurs menant à une résolution favorable, il se peut que la résolution soit basée sur d'autres facteurs que la gouvernance et la gestion des bénéfices.

Il serait intéressant, dans une future recherche, d'observer comment les émetteurs s'étant adonnés à une pratique de gestion des bénéfices et ayant maintenu leur notation initiale après une surveillance évoluent dans le futur. Cela nous permettrait d'évaluer l'efficacité des notations de crédit et de mieux comprendre le processus décisionnel des agences de notation. Autrement dit, ces observations pourraient nous indiquer si les agences de notation ont eu raison de ne pas déclasser un émetteur sous surveillance ayant pratiqué la gestion des bénéfices ou bien si elles n'ont pas su détecter cette pratique et que ces émetteurs auraient dû subir un déclassement.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

L'objectif des opérations de surveillance des émetteurs sous placement CW et OL est d'informer le marché financier des risques de détérioration de la qualité du crédit des entités émettrices, qui peuvent subir des conséquences financières importantes. Cette thèse traitant des actions de surveillance de crédit, se concentre sur la réaction des émetteurs, qu'ils utilisent une gestion à la hausse de leurs résultats, qu'ils améliorent la qualité de leur gouvernance, ou qu'ils adoptent une combinaison des deux. Elle évalue l'impact de ces mécanismes sur la résolution de l'agence à l'issue de la période de surveillance. Cette thèse s'inscrit dans un contexte où la transparence, la fiabilité et la responsabilité financière des agences de notation sont des préoccupations majeures pour les acteurs du marché. Nous avons souhaité, à travers ces trois articles, produire une analyse détaillée des surveillances de crédit, étape critique permettant aux agences d'évaluer la qualité du crédit d'un émetteur et de revoir, au besoin, sa notation. Plus précisément, nous avons observé comment l'adoption de diverses pratiques de gestion des bénéfices et/ou l'amélioration de la qualité de la gouvernance par la firme émettrice pourraient potentiellement influencer la décision de l'agence au terme de la période de surveillance négative de crédit.

Le Chapitre 1 discute de l'industrie de la notation de crédit, de l'évaluation de la notation, des actions de surveillance, du cadre théorique général et situe le travail dans une revue de littérature générale.

Le premier article (Chapitre 2) fait le lien entre la gestion des bénéfices et la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance négative de crédit et étudie la pratique de la gestion des bénéfices sur la période de surveillance et son impact sur la résolution de l'agence au terme de la surveillance, pour les firmes sous surveillance CW et OL. En s'appuyant sur la théorie positive de la comptabilité, cet article suppose que les dirigeants sont rationnels et qu'ils choisiront des méthodes comptables aptes à maximiser leurs intérêts personnels pendant la période de surveillance de crédit (Watts et Zimmerman, 1978). Cet opportunisme se traduit généralement par une pratique de la gestion des bénéfices qui peut revêtir deux formes : la gestion des bénéfices basée sur les « accruals » discrétionnaires et la gestion réelle des bénéfices. La première consiste à utiliser le jugement



professionnel dans les choix des méthodes comptables afin d'altérer le résultat comptable et ainsi souhaiter agir sur la perception des utilisateurs des états financiers (Healy et Wahlen, 1999). En revanche, la seconde forme s'exerce à travers des décisions liées à l'exploitation de l'entreprise (Roychowdhury, 2006). Les agences de notation de crédit tiennent pour acquis que les états financiers sont représentatifs de la situation financière de la firme, créant ainsi une opportunité pour les firmes émettrices de profiter de la latitude offerte par les lois comptables et de tirer avantage de la gestion des bénéfices dans le processus de notation. En s'appuyant sur deux modèles d'estimations de la gestion des bénéfices (le modèle des « accruals » discrétionnaires et le modèle de gestion réelle des bénéfices), cet article montre que les entreprises émettrices ont tendance à réduire leur pratique de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires sur la période de surveillance. En revanche, nos résultats suggèrent que les firmes sous surveillance CW, pratiquant la gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires, améliorent leur chance de recevoir une résolution favorable au terme de ladite surveillance. La gestion réelle des bénéfices étant plus difficilement détectable, une préférence marquée pour ce type de gestion des bénéfices est observée sur la période de surveillance. Nos résultats montrent également que les firmes sous surveillance ont tendance à surproduire et réduire leurs dépenses discrétionnaires sur cette période et que les pratiques visant l'accélération des ventes et la réduction des dépenses discrétionnaires des firmes sous surveillance CW exercent une influence positive sur la décision de l'agence. En revanche, pour les firmes sous surveillance OL, la pratique de gestion des bénéfices, toutes formes confondues, n'aurait pas d'influence sur la résolution. En somme, nos résultats montrent que la crainte d'un abaissement de la notation dans un contexte de surveillance de crédit créer une motivation à la pratique de la gestion des bénéfices. Nous constatons cependant, que la force de la surveillance externe exercée par les agences de notation pousse les dirigeants à se tourner vers une forme de gestion des bénéfices plus difficilement détectable.

Le deuxième article (Chapitre 3) étudie la relation qui pourrait exister entre la résolution de l'agence de notation au terme de la période de surveillance CW et OL et les changements apportés à certains attributs de gouvernance sur la période de surveillance. En nous appuyant sur la théorie de l'agence, nous soutenons qu'un bon système de gouvernance permettrait de contrer cet opportunisme en incitant les dirigeants à exproprier moins de valeur de l'entreprise. L'activité de notation de crédit se déroulant dans un contexte d'asymétrie de l'information, les agences de

notation tiendront compte de la qualité de la gouvernance d'entreprise dans leur évaluation du risque de défaut, puisqu'un mauvais système de gouvernance pourrait laisser les parties prenantes vulnérables aux pertes. Les mécanismes de gouvernance ayant pour but de contrer le comportement opportuniste des dirigeants et d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires et des autres parties prenantes, nous avons souhaité observer si les émetteurs sous surveillance négative de crédit apportaient des changements au niveau de leur gouvernance sur la période de surveillance et si ces changements auraient pour effet d'influencer la résolution de l'agence. Nos résultats suggèrent que les entreprises sous surveillance négative de crédit (CW) mettent en œuvre des mesures visant à améliorer leur gouvernance, notamment en renforçant l'indépendance du conseil d'administration, en réduisant la dualité des rôles de président-directeur général et de président du conseil d'administration et en augmentant la représentation des femmes au sein du conseil d'administration. Pour les entreprises sous surveillance OL, nous observons une réduction de la taille du conseil d'administration et une augmentation de la représentation des femmes au sein du conseil d'administration. En revanche, seules les mesures visant une réduction de la taille du conseil d'administration et une augmentation de la taille du comité d'audit semblent exercer une influence sur la résolution de l'agence, et ce, seulement pour les firmes sous surveillance CW. Pour les entreprises sous surveillance OL, les ajustements de gouvernance semblent moins impactant sur la résolution de l'agence.

Le troisième article (Chapitre 4) s'attarde sur l'effet conjoint de la gestion des bénéfices et de la gouvernance sur la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance négative de crédit. En nous basant sur la théorie positive de la comptabilité et la théorie de l'agence, nos résultats suggèrent que la gouvernance pourrait jouer un rôle de médiation dans la manière dont les agences évaluent et réagissent aux pratiques de gestion des bénéfices des émetteurs. Pour les firmes sous surveillance CW, l'effet de la gouvernance sur la résolution de l'agence tend à augmenter à mesure que la pratique de gestion des bénéfices au moyen des « accruals » discrétionnaires augmente. Ce résultat suggère qu'un fort système de gouvernance aurait un effet rassurant pour les agences de notation et les rendrait ainsi plus disposées à accepter cette pratique. Pour ces firmes, l'effet de la gouvernance sur la résolution de l'agence tend cependant à s'affaiblir à mesure que la surproduction, en tant que formes de la gestion réelle des bénéfices, s'accroît. À l'inverse, pour les firmes sous surveillance OL, nos résultats montrent qu'une amélioration de la gouvernance

pourrait modérer l'influence de la pratique de gestion réelle des bénéfices (mesurée par la surproduction) sur la résolution.

Cette thèse présente plusieurs contributions intéressantes. Globalement, cette recherche est, à notre connaissance, la première à porter un regard sur les surveillances de type OL d'un point de vue comptable et la première à se concentrer sur l'interaction entre les actions de surveillance du crédit (CW et OL), la gouvernance d'entreprise et la gestion des bénéfices. Nos observations permettent une compréhension de la manière dont certains mécanismes, pris individuellement et conjointement sont utilisés par les émetteurs dans leurs stratégies et influence les décisions des agences de notation. Sur le plan théorique, nos résultats montrent que la crainte d'une dégradation de la notation créer une motivation suffisante pour les dirigeants à la pratique de la gestion des bénéfices, mais que la gouvernance vient réduire le risque perçu par les agences. Cette recherche met en garde les agences de notation et les investisseurs contre les pratiques de gestion des bénéfices qui pourraient fausser l'évaluation des notations, afin de maintenir la crédibilité de l'industrie des notations de crédit et souligne l'importance pour les agences de notation de renforcer leur contrôle auprès des firmes présentant de mauvaises pratiques de gouvernance. Sur le plan méthodologique, cette recherche vient combler les lacunes des études précédentes en utilisant à la fois un modèle de gestion des bénéfices basé sur les « accruals » discrétionnaires et un modèle de gestion réelle des bénéfices. Elle élargit également la portée en examinant à la fois les surveillances CW et OL. Une meilleure compréhension des surveillances de crédit s'avère essentielle pour les entreprises sous surveillance négative de crédit cherchant à conserver leur notation initiale de crédit, ainsi que pour les régulateurs et les chercheurs qui tentent d'évaluer et de gérer le risque de crédit. Finalement, étant donné l'importance des mécanismes de surveillance de crédit, en tant qu'action préventive servant à informer le marché financier et les investisseurs des changements potentiels dans la qualité du crédit d'une entité, il est primordial de rehausser la qualité des notations, mais aussi de rehausser la qualité de l'encadrement des agences elles-mêmes.

Comme toute recherche, cette thèse n'est pas exempte de limites. Premièrement, elle se concentre sur les notations émises par l'agence Standard and Poor's. Bien que cette agence assure près de

30% du marché de l'industrie des notations et que les autres grandes agences de notation<sup>25</sup> utilisent généralement des méthodologies d'évaluation des notations similaires, certaines particularités pourraient persister entre ces agences, ce qui pourrait affecter nos résultats. Deuxièmement, les agences auraient éventuellement pu avoir accès à de l'information confidentielle à l'occasion de rencontres avec l'émetteur. Si tel est le cas et que cette information est reflétée dans la résolution de l'agence au terme de la période de surveillance, il est possible que nos résultats puissent être biaisés par une telle information confidentielle. Troisièmement, la décision pour déterminer si une entité doit être placée sous surveillance ou non peut être subjective et dépendre de l'interprétation de l'agence. Quatrièmement, bien que la détérioration de la performance constitue la principale cause d'une mise sous surveillance (Chung et al., 2012), il existe aussi une possibilité que la surveillance en question soit la conséquence d'une fusion et acquisition, ce qui pourrait aussi avoir pour effet de biaiser nos résultats étant donné que ces deux types d'émetteurs pourraient ne pas poursuivre les mêmes objectifs. Cinquièmement, les modèles d'estimation de la gestion des bénéfices présentent certaines limites, notamment au niveau de leur incapacité à distinguer avec précision une gestion normale des bénéfices d'une gestion des bénéfices visant à tromper les agences de notation. Cette lacune se trouve cependant atténuée lorsqu'une procédure de jumelage est utilisée. Finalement, bien que les actionnaires et les obligataires poursuivent généralement des objectifs similaires, certains mécanismes de gouvernance qui bénéficient aux actionnaires ne sont pas nécessairement à l'avantage des obligataires. Cette situation, pourrait aussi affecter l'association que nous avons soulevée entre la gouvernance, la gestion des bénéfices et la gouvernance.

Il serait sans doute intéressant, à cet égard, d'étendre les recherches portant sur les actions de surveillance CW pour y incorporer les actions de surveillances OL. Comme il serait intéressant d'étendre notre étude aux autres grandes agences de notation, et examiner si nos conclusions varient d'une agence à l'autre. En outre, l'industrie des notations ayant connu plusieurs réformes au cours des dernières décennies, il serait pertinent de reproduire la présente étude afin de déterminer comment ces réformes ont pu impacter le comportement des émetteurs sous surveillance de crédit et possiblement influencer les résolutions des agences. Il serait également

---

<sup>25</sup> Les grandes agences font références aux agences Moody's, Standard and Poor's et Fitch Rating qui se partagent près de 95% du marché de l'industrie des notations.

intéressant d'observer comment évoluent dans le futur, des émetteurs sous surveillance, ayant adopté des pratiques de gestion des bénéfices et ayant su conserver leur notation initiale après la surveillance. Cela nous renseignerait sur la justesse de la décision de résolution prise par les agences et de leur niveau d'objectivité.

## BIBLIOGRAPHIE

- Abbott, L. J., Parker, S., et Peters, G. F. (2004). «Audit committee characteristics and restatements». *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 23(1), 69-87.
- Abubakar, A. H., Usman, A., Anuforo, P. U., et Alhaji, B. Y. (2021). «Audit committee attributes and real earnings management in Nigeria». *Asian People Journal*, 4(1), 84-92.
- Agarwal, S., Chen, V. Y., et Zhang, W. (2016). «The information value of credit rating action reports: A textual analysis». *Management Science*, 62(8), 2218-2240.
- Alali, F., Anandarajan, A., et Jiang, W. (2012). «The effect of corporate governance on firm's credit ratings: Further evidence using governance score in the United States». *Accounting and Finance*, 52(2), 291-312.
- Alissa, W., Bonsall, S., Koharki, K., et Penn, M. (2013). «Firms' use of accounting discretion to influence their credit ratings». *Journal of Accounting & Economics*, 55(2-3), 129-147.
- Anandarajan, A., Hasan, I., et McCarthy, C. H. (2007). «Use of loan loss provisions for capital, earnings management and signalling by Australian banks». *Accounting and Finance*, 47 (3), 357-379.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., et Reeb, D. M. (2004). «Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt». *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Aman, H., et Nguyen, P. (2013). «Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms». *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34.
- Artus, P., Betbèze, J. P., et De Boissieu, C. (2008). «La crise des subprimes». *La Documentation Française*, 283.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., et LaFond, R. (2006). «The effects of corporate governance on firms credit ratings». *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Auerbach, A. J. (2002). «Taxation and corporate financial policy». *Handbook of Public Economics*, 1251-1292.
- Bartov, E., Givoly, D., et Hayn, C. (2002). «The rewards to meeting or beating earnings expectations». *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173-204.
- Bartov, E. (1993). «The timing of asset sales and earnings manipulation». *Accounting Review*, 68(4), 840-855.
- Beasley, M. S. (1996). «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud». *Accounting Review*, 71(4), 443-465.

- Bebchuk, L., et Fried, J. (2005). «Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation». *International Company and Commercial Law Review*, 16(11), 461.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, j., et Subramanyam, K. (1998). «The effect of audit quality on earnings management». *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Benmelech, E., et Dlugosz, J. (2010). «The credit rating crisis». *NBER macroeconomics annual*, 24(1), 161-208.
- Bereskin, F. L., Kim, B., et Oh, F. D. (2015). «Do credit rating concerns lead to better corporate governance? Evidence from Korea». *Pacific-Basin Finance Journal*, 35 (B), 592-608.
- Bhojraj, S., et Sengupta, P. (2003). «Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors». *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Binici, M., et Hutchison, M. (2018). «Do credit rating agencies provide valuable information in market evaluation of sovereign default risk?». *Journal of International Money and Finance*, 85 (C), 58-75.
- Bolton, P., Freixas, X., et Shapiro, J. (2012). «The credit ratings game». *The Journal of Finance*, 67(1), 85-111.
- Boot, A., Milbourn, T., et Schmeits, A. (2006). «Credit ratings as coordination mechanisms». *Review of Financial Studies*, 19, 81-118.
- Boylan, S. J. (2012). «Will credit rating agency reforms be effective?». *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(4), 356-366.
- Bradford, W., Chen, C., et Zhao, Y. (2019). «The effect of corporate governance on credit ratings: Evidence from China's bond market». *Journal of International Financial Management and Accounting*, 30(2), 113-144.
- Bradley, M., Dallas, G. S., Snyderwine, E., et Chen, D. (2008). «The effects of corporate governance attributes on credit ratings and bond yields». Available at: SSRN 1327070.
- Carter, K. E. (2015). «The joint effect of the Sarbanes-Oxley act and earnings management on credit ratings». *Journal of Accounting and Finance*, 15(4), 77-94.
- Carter, M., Franco, F., et Gine, M. (2017). «Executive gender pay gaps: the roles of female risk aversion and board representation». *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1232–1264.
- Cheng, Q., et Warfield, T.D. (2005). «Equity incentives and earnings management». *The Accounting Review*, 80(2) 441–476.
- Cheng, Q., Lee, J., et Shevlin, T. (2016). «Internal governance and real earnings management». *The Accounting Review*, 91(4), 1051-1085.

Cho, D. D., Kim, H., et Shin, J. S. (2011). «The effect of seniority and security covenants on bond price reactions to credit news». Available at SSRN 1020848.

Chung, K., Frost, C., et Kim, M. (2012). «Characteristics and information value of credit watches», *Financial Management*, 41(1), 119-158.

Chandra, A., et Wimelda, L. (2018). «Opportunistic behavior, external monitoring mechanisms, corporate governance, and earnings management». *Corporate Governance, and Earnings Management (March 11, 2018). Accounting and Finance Review*, 3(1), 44-52.

Cohen, D. A., Dey, A., et Lys, T. Z. (2008). «Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods». *The Accounting Review*, 83 (3), 757-787.

Cohen, D. A., et Zarowin, P. (2010). «Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings». *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.

Cohen, D. A., Pandit, S., Wasley, C. E., et Zach, T. (2019). «Measuring real activity management». Available at SSRN 1792639.

Cotter, J. F., Shivdasani, A., et Zenner, M. (1997). «Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?». *Journal of Financial Economics*, 43(2), 195-218.

Datta, S., Doan, T., et Toscano, F. (2021). «Top executive gender, board gender diversity, and financing decisions: Evidence from debt structure choice». *Journal of Banking and Finance*, 125.

DeAngelo, L. (1988). «Discussion of evidence of earnings management from the provision for bad debts». *Journal of Accounting Research*, 32-40.

Dechow, P. M., Sloan, R.G., et Sweeney, A.P. (1995). «Detecting earning management». *The Accounting Review*, 70 (2), 193-225.

Dechow, P. M., Kothari, S. P., et Watts, R. L. (1998). «The relation between earnings and cash flows». *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133-168.

Dechow, P. M., Sloan, R., et Sweeney, A. (1996). «Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC». *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.

Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H. et Sloan, R. G. (2012). «Detecting earnings management: A new approach». *Journal of Accounting Research*, 50(2) 275-334.

DeHaan, E. (2017). «The financial crisis and corporate credit ratings». *The Accounting Review*, 92(4), 161-189.

DeFond, M. L., et Jiambalvo, J. (1994). «Debt covenant violation and manipulation of accruals». *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176.



- Dichev, I. D., et Piotroski, J. D. (2001). «The long-run stock returns following bond ratings changes». *The Journal of Finance*, 56(1), 173-203.
- Dichev, I. D., et Skinner, D. J. (2002). «Large sample evidence on the debt covenant hypothesis». *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Djama, C. (2003). «Le risque de faillite modifie-t-il la politique comptable ?». *Cahier de Recherche*, 156.
- Draief, S., et Chouaya, A. (2012). «Effet de la gestion comptable et réelle des résultats sur le coût de la dette: Analyse avant et après SOX». HAL, 00691020.
- Draief, S. (2018). «Gouvernance d'entreprise et coût de la dette : L'impact de la loi Sarbanes Oxley». *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 24(4), 1731-1749.
- Ederington, L. H., et Goh, J. C. (1998). «Bond rating agencies and stock analysts: Who knows what when?». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 569-585.
- Faccio, M., Marchica, M. T., et Mura, R. (2016). «CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation». *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209.
- Fama, E. F. (1970). «Efficient market hypothesis: A review of theory and empirical work». *Journal of Finance*, 25(2), 28-30.
- Fama, E. F., et Jensen, M. C. (1983). «Separation of ownership and control». *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fern, R. H., Brown, B. C., et Dickey, S. W. (1994). «An empirical test of politically-motivated income smoothing in the oil refining industry». *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 10(1), 92-100.
- Fernando, J. M., Li, L., et Hou, Y. (2020). «Corporate governance and correlation in corporate defaults». *Corporate Governance: An International Review*, 28(3), 188-206.
- Fitchrating (2005). «Corporate governance from the bondholder's perspective: Measurement and analytical considerations». At [:https://www.unece.org/fileadmin/DAM/ie/wp8/documents/corpgov/olson\\_corpgov.pdf](https://www.unece.org/fileadmin/DAM/ie/wp8/documents/corpgov/olson_corpgov.pdf)
- Followill, R. A., et Martell, T. J. (1997). «Bond review and rating change announcements: An examination of informational value and market efficiency». *Journal of Financial Economics*, 21(2), 75-82.
- Ghertman, M. (2003). «Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction». *Revue Française de Gestion*, 142(1), 43-63.

Girard, S., Béland, S., Lemoyne, J., et Caron, P.-O. (2020). « Interpréter l'interaction de variables latentes : Une exemplification méthodologique de la méthode graphique Johnson-Neyman ». *Revue des Sciences de l'Éducation*, 46 (2), 174-201.

Goh, J. C., et Ederington, L. H. (1993). «Is a bond rating downgrade bad news, good news or no news for stockholders?». *The Journal of Finance*, 48(5), 2001-2008.

Grier, P., et Katz, S. (1976). «The differential effects of bond rating changes among industrial and public utility bonds by maturity». *The Journal of Business*, 49(2), 226-239.

Griffin, P., et Sanvicente, A. (1982). «Common stock returns and rating changes: A methodological comparison». *Journal of Finance*, 37, 103-119.

Gunny, K. A. (2005). «What are the consequences of real earnings management?». (Doctoral dissertation, University of California, Berkeley).

Hand, J., Holthausen, R., et Leftwich, R. (1992). «The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices». *Journal of Finance*, 47, 733-752.

Hayes, A. F., et Matthes, J. (2009). «Computational procedures for probing interactions in OLS and logistic regression: SPSS and SAS implementations». *Behavior Research Methods*, 41(3), 924-936.

Healy, P. M. (1985). «The effect of bonus schemes on accounting decisions». *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.

Healy, P. M., et Wahlen, J. M. (1999). «A review of the earnings management literature and its implications for standard setting». *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.

Hill, P., Brooks, R., et Faff, R. (2010). «Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies». *Journal of Banking and Finance*, 34(6), 1327-1343.

Hill, P., Korczak, A., et Wang, S. (2019). «The use of earnings and operations management to avoid credit rating downgrades». *Accounting and Business Research*, 49(2), 147-180.

Holthausen, R., et Leftwich, R. (1986). «The effect of bond rating changes on common stock prices». *Journal of Financial Economics*, 17(1), 57- 89.

Hribar, P., et Collins, D. W. (2002). «Errors in estimating accruals: Implications for empirical research». *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.

Hull, J., Predescu, M., et White, A. (2004). «The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements». *Journal of Banking and Finance*, 28(11), 2789-2811.

Iatridis, G. (2018). «Accounting discretion and executive cash compensation: An empirical investigation of corporate governance, credit ratings and firm value». *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 29–49.

Jensen, M. C., et Meckling, W. H. (1976). «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1993). «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *The Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.

Jeter, D. C., et Shivakumar, L. (1999). «Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management». *Accounting and Business Research*, 29(4), 299-319.

Jones, J. (1991). «Earnings management during import relief investigations». *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-229.

Jorion, P., Liu Z., et Shi C. (2005). «Informational effects of regulation FD: Evidence from rating agencies». *Journal of Financial Economics*, 76 (2), 309-330.

Jung, B., Soderstrom, N., et Yang, Y. S. (2013). «Earnings smoothing activities of firm to manage credit ratings». *Contemporary Accounting Research*, 30 (2), 645–676.

Katz, S. (1974). «The price and adjustment process of bonds to rating reclassifications: A test of bond market efficiency». *The Journal of Finance*, 29(2), 551 - 559.

Keenan, S., Fons, J., et Carty, L. (1998). «An historical analysis of Moody's Watchlist». New York, NY: Global Credit Research, Moody's Investors Service.

Kellogg, I., et Kellogg, L. B. (1991). «Fraud, window dressing, and negligence in financial statements». *Shepards/McGraw-Hill*, 1.

Kim, Y. et Hong, J. (2020). «The relationship between female workforce participation and corporate bond credit ratings». *Investment Management & Financial Innovations*, 17(4), p. 33.

Kothari, S. P., Leone, A. J., et Wasley, C. E. (2005). «Performance matched discretionary accrual measures». *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.

Kouki, M., Elkhaldi, A., Atri, H., et Souid, S. (2011). «Does corporate governance constrain earnings management? Evidence from US firms». *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 35(35), 58-71.

Lin, Y. M., et Shen, C. A. (2015). «Family firms' credit rating, idiosyncratic risk, and earnings management». *Journal of Business Research*, 68(4), 872-877.

Liu, A. Z., et Sun, L. (2017). «Revisiting post-downgrade stock underperformance: The impact of credit watch placements on downgraded firms' long-term recovery». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 32(2), 271-299.

Liu, A. Z., Subramanyam, K. R., Zhang, J., et Shi, C. (2018). «Do firms manage earnings to influence credit ratings? Evidence from negative credit watch resolutions». *Accounting Review*, 93(3), 267-298.

MacDougall, A., et Comerford, J. (2023). «Nouvelles exigences progressives du Nasdaq en matière de diversité au sein des conseils d'administration». At : <https://www.osler.com/fr/ressources/reglements/2021/nouvelles-exigences-progressives-du-nasdaq-en-matiere-de-diversite-au-sein-des-conseils-d-administra>

Mali, D., et Jong-Seo, C. (2016). «Does earnings management influence credit rating changes in subsequent periods?: An analysis of KRX firms». *Korea International Accounting Review*, 2016(67), 1-22.

May, A. D. (2010). «The impact of bond rating changes on corporate bond prices: New evidence from the over-the-counter market». *Journal of Banking and Finance*, 34(11), 2822-2836.

Mishkin, F. S., et Serletis, A. (2011). «The economics of money, banking and financial markets». 4<sup>th</sup> edition, Toronto, Pearson Canada.

Moody's. (1998). «An historical analysis of Moody's Watchlist». At: <http://fonsrisksolutions.com/Documents/Watchilst%20Study.pdf>

Moody's. (2009). «Rating symbols and defenitions». At: <https://www.moody's.com/sites/products/productattachments/moodys%20rating%20symbols%20and%20definitions.pdf>

Moody's. (2019). «General principles of assessing environmental, social and governance risks». At: <https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC1133577>

Moody's. (2023). «Rating methodology- chemicals». Moody's Investors Service. At: [https://www.moody's.com/research/Rating-Methodology-Chemicals--PBC\\_1378314](https://www.moody's.com/research/Rating-Methodology-Chemicals--PBC_1378314)

Nayar, N., et Rozeff, M. S. (1994). «Ratings, commercial paper and equity returns». *Journal of Finance*, 49 (4), 1431-1449.

Peasnell, K. V., Pope, P. F., et Young, S. (2005). «Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?». *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7-8), 1311-1346.

Pinches, G. E., et Singleton, J. C. (1978). «The adjustment of stock prices to bond ratings changes». *The Journal of Finance*, 33(1), 29-44.

Poon, W. P. H., et Chan, K. C. (2008). «An empirical examination of the informational content of credit ratings in China». *Journal of Business Research*, 61 (7), 790-797.

Poon, W. P., et Shen, J. (2020). «The roles of rating outlooks: The predictor of creditworthiness and the monitor of recovery efforts». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55(3), 1063-1091.

Roychowdhury, S. (2006). «Earnings management through real activities manipulation». *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.

Schipper, K. (1989). «Commentary on earnings management». *Accounting Horizons*, 3(4) 91-102.

Sabatino, M. (2014). «The business model of rating agencies between asymmetric information and financial crises». *Journal of Economics and Development Studies*, 2(4), 165-183.

SEC. (2003). «Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets» At: <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>

Shen, C. H., et Huang, Y. L.(2013). «Effects of earnings management on bank cost of debt». *Accounting and Finance*, 53(1), 265-300.

Standard and Poor's. (2001). «Corporate ratings criteria». At: [https://regulationbodyofknowledge.org/wp-content/uploads/2013/03/StandardAndPoors\\_Corporate\\_Ratings\\_Criteria.pdf](https://regulationbodyofknowledge.org/wp-content/uploads/2013/03/StandardAndPoors_Corporate_Ratings_Criteria.pdf)

Standard and Poor's. (2004). «Standard and Poor's corporate governance scores and evaluations: Criteria, methodology and definitions». New York: Standard and Poor's Governance Services.

Standard and Poor's. (2013). «General criteria: Use of Credit Watch and Outlooks». At: <https://www.maalot.co.il/publications/mt20131212112758c.pdf>

Standard and Poor's. (2016). « Standard and Poor's global ratings definitions». At: <https://www.maalot.co.il/Publications/GMT20160823145849.pdf>

Subramanyam, K. R. (1996). «The pricing of discretionary accruals». *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 249-281.

Tang, H. W., et Chen, A. (2020). «How do market power and industry competition influence the effect of corporate governance on earnings management?». *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78(C), 212-225.

Tarigan, C. K., et Fitriany, F. (2017). «Impact of corporate governance on credit rating». *Atlantis Press*, p. 248-253.

Wansley, J. W., et Clauretje, T. M. (1985). «The impact of credit watch placement on equity returns and bond prices». *Journal of Financial Research*, 8, 31-42.

Watts, R. L., et Zimmerman, J. L. (1978). «Towards a positive theory of the determination of accounting standards». *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.

Weinstein, M. I. (1977). «The effect of a rating change announcement on bond price». *Journal of Financial Economics*, 5(3), 329-350.

Wolfson, J., et Crawford, C. (2010). «Lessons from the current financial crisis: Should credit rating agencies be re-structured?». *Journal of Business and Economics Research*, 8(7).

Xie, B., Davidson, W. N., et DaDalt, P. J. (2003). «Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee». *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.

Yordudom, T., et Suttipun, M. (2020). «The Influence of ESG disclosures on firm value in Thailand». *Journal of Finance and Banking Review*, 5, 108–14.

Zhao, Q. (2017). «Do managers manipulate earnings to influence credit rating agencies' decisions? Evidence from Watchlist». *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 366-384.

## ANNEXE 1

### Variables relatives à la gestion des bénéfices et à la gouvernance

Variables	Définition
Notation de crédit	Notation émise par l'agence Standard and Poor's.
Gouvernance :	
Gouv_Score	Score de gouvernance de Bloomberg.
Score_Refinitiv	Score de gouvernance de Refinitiv.
Brd_Size	Nombre d'administrateurs siégeant sur le conseil d'administration.
%Brd_Ind	% d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration.
Duality_CEO	Variable binaire = 1 si le CEO est également le président du conseil d'administration et 0 autrement.
%Women	% de femmes siégeant sur le conseil d'administration.
Aud_Size	% d'administrateurs indépendants siégeant sur le comité d'audit
Gestion des bénéfices :	
ABDAC	« Accruals » discrétionnaires estimés par le modèle de Jones (1991) modifié.
ABCFO	Accélération des ventes associée à une gestion réelle des bénéfices estimée à partir du modèle de Roychowdhury (2006)
ABPROD	Surproduction associée à une gestion réelle des bénéfices estimée à partir du modèle de Roychowdhury (2006).
ABEXP	Réduction des dépenses discrétionnaires associée à une gestion réelle des bénéfices estimée à partir du modèle de Roychowdhury (2006).
REM1	Mesure de gestion réelle des bénéfices obtenue par l'équation suivante : -ABCFO + -ABEXP
REM2	Mesure de gestion réelle des bénéfices obtenue par l'équation suivante : ABPROD + -ABEXP

Caractéristiques de la firme :	
CFO	Flux de trésorerie liés à l'exploitation.
SIZE	Logarithme naturel de l'actif total (Rowchowdhury, 2006).
ROA	Résultat net divisé par l'actif total (Rowchowdhury, 2006).
LEVERAGE	Dettes totales divisées par l'actif total (Hill et al., 2019; Liu et al., 2018 et Alali et al., 2012).
NI	Résultat avant les activités extraordinaires divisé par l'actif total de la période précédente.
MTB	Ratio cours/valeur comptable défini comme la valeur marchande des actions divisée par la valeur aux livres des actions (Liu et al., 2018 et Zhao, 2017).
RATING	Notation de S&P avant le placement sous surveillance. La note de crédit est convertie en cote numérique telle que présentée à l'Annexe 2.
REVGROW	Différence entre les revenus de la période et les revenus de la période précédente le tout divisé par l'actif total de la période précédente (Liu et al., 2018).
INVEST/SPEC	Correspond à une variable binaire prenant la valeur de 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 si elle appartient à la catégorie spéculative (Carter, 2015 et Jorion et al., 2005).
INDUSTRY	Correspond à la division associée au code 2SIC (Standard Industrial Classification) de la firme émettrice



## ANNEXE 2

### Conversion de la grille de notations financières à long terme de Standard and Poor's

Notation à long terme de Standard and Poor's	Cran	Conversion numérique	Catégorie
AAA :		21	Investissement
	AA+ :	20	Investissement
AA :	AA :	19	Investissement
	AA- :	18	Investissement
	A+ :	17	Investissement
A :	A :	16	Investissement
	A- :	15	Investissement
	BBB+ :	14	Investissement
BBB :	BBB :	13	Investissement
	BBB- :	12	Investissement
	BB+ :	11	Spéculatif
BB :	BB :	10	Spéculatif
	BB- :	9	Spéculatif
	B+ :	8	Spéculatif
B :	B :	7	Spéculatif
	B- :	6	Spéculatif
	CCC+ :	5	Spéculatif
CCC :	CCC :	4	Spéculatif
	CCC- :	3	Spéculatif
CC :		2	Spéculatif
C :		1	Spéculatif
SD et D		/	En défaut

## ANNEXE 3

### Liste des codes SIC (Standard Industrial Classification)

Range of SIC Codes	Division
0100-0999	Agriculture, Forestry and Fishing
1000-1499	Mining
1500-1799	Construction
1800-1999	Not used
2000-3999	Manufacturing
4000-4999	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service
5000-5199	Wholesale Trade
5200-5999	Retail Trade
6000-6799	Finance, Insurance and Real Estate
7000-8999	Services
9100-9729	Public Administration
9900-9999	Nonclassifiable

<https://www.osha.gov/data/sic-manual> (consulté le 18/05/2022)

## ANNEXE 4

### Indicateurs du score de gouvernance de Refinitiv

Pillar	Title	Description
Governance	CSR Sustainability Committee	Does the company have a CSR committee or team? - board level or Senior management committee responsible for decision making on CSR strategy.
Governance	CSR Sustainability External Audit	Does the company have an external auditor of its CSR/H&S/Sustainability report? - in scope are the data on external audit of the company's CSR data or extra financial report is considered.
Governance	CSR Sustainability Report Global Activities	Does the company's extra-financial report take into account the global activities of the company?
Governance	CSR Sustainability Reporting	Does the company publish a separate CSR/H&S/Sustainability report or publish a section in its annual report on CSR/H&S/Sustainability? - any separate extra-financial report in which the company reports on the environmental and social impact of its operations.
Governance	Global Compact Signatory	Has the company signed the UN Global Compact? - has the company signed the 'United Nations Global Compact' which is a non-binding united nations pact to encourage businesses worldwide to adopt sustainable and socially responsible policies.
Governance	GRI Report Guidelines	Is the company's CSR report published in accordance with the GRI guidelines? - in focus on CSR report or data published within the framework or guidelines of GRI (Global Reporting Initiative) principles.
Governance	Integrated Strategy in MD&A	Does the company explicitly integrate financial and extra-financial factors in its management discussion and analysis (MD&A) section in the annual report? - integration of the extra-financial information within the company's business review section.
Governance	Board Gender Diversity, Percent	Percentage of female on the board.
Governance	Board Functions Policy	Does the company have a policy for maintaining effective board functions?
Governance	Audit Committee Mgt Independence	Does the company report that all audit committee members are non-executives?

Governance	Audit Committee Expertise	Does the company have an audit committee with at least three members and at least one "financial expert" within the meaning of Sarbanes-Oxley?
Governance	Compensation Committee Independence	Percentage of independent board members on the compensation committee as stipulated by the company.
Governance	Compensation Committee Mgt Independence	Does the company report that all compensation committee members are non-executives?
Governance	Corporate Governance Board Committee	Does the company have a corporate governance board committee?
Governance	Audit Committee NonExecutive Members	Percentage of non-executive board members on the audit committee as stipulated by the company. - number of nonexecutive directors among all the board audit committee members (percentage).
Governance	Compensation Committee NonExecutive Members	Percentage of non-executive board members on the compensation committee as stipulated by the company. - number of nonexecutive directors among all the compensation or remuneration committee members in percentage representation.
Governance	Nomination Committee NonExecutive Members	Percentage of non-executive board members on the nomination committee as stipulated by the company. - number of nonexecutive directors among all the nomination committee members in percentage representation.
Governance	Number of Board Meetings	The number of board meetings during the year.
Governance	Succession Plan	Does the company have a succession plan for executive management (key board members) in the event of unforeseen circumstances?
Governance	External Consultants	Do the board or board committees have the authority to hire external advisers or consultants without management's approval?
Governance	Nomination Committee Independence	Percentage of independent board members on the nomination committee as stipulated by the company.
Governance	Nomination Committee Mgt Independence	Are the majority of the nomination committee members non-executives?
Governance	Nomination Committee Involvement	Percentage of nomination committee members who are significant shareholders (more than 5%).
Governance	Board Attendance	Does the company publish information about the attendance of the individual board members at board meetings?

Governance	Board Structure Policy	Does the company have a policy for maintaining a well-balanced membership of the board?
Governance	Board Size More Ten Less Eight	Total number of board members which are in excess of ten or below eight.
Governance	Board Background and Skills	Does the company describe the professional experience or skills or the age of every board member?
Governance	Board Specific Skills, Percent	Percentage of board members who have either an industry specific background or a strong financial background.
Governance	Average Board Tenure	Average number of years each board member has been on the board.
Governance	Policy Board Size	Does the company have a policy regarding the size of its board? - the company strives to maintain a well-balanced board through an adequate number of board members - numerical boundaries set as to the ideal size of the BOD (board of directors).
Governance	Policy Board Independence	Does the company have a policy regarding the independence of its board? - the company strives to maintain a well-balanced board through an adequate number of independent board members - independent board members maintain integrity and independence.
Governance	Policy Board Diversity	Does the company have a policy regarding the gender diversity of its board? - the company strives to maintain a well-balanced board through an adequate female and/or intercultural (race, religion, culture) representation on the board.
Governance	Policy Board Experience	Does the company have a policy regarding the adequate experience on its board? - the company strives to maintain a well-balanced board through an adequate representation of experience and expertise (financial or industry) on the board.
Governance	Nomination Board Committee	Does the company have a nomination board committee?
Governance	Board Structure Type	The company has a unitary board structure, a classical two-tier board structure with a supervisory board or a mixed two-tiered board structure with a board of directors and a supervisory board. - unitary board structure (executive director on board).
Governance	Chairman is ex-CEO	Has the chairman held the CEO position in the company prior to becoming the chairman? - true: when Chairman was CEO in previous years - false: when the chairman was never the CEO of the company - false: when the chairman is currently the CEO.
Governance	Board Size	The total number of board members at the end of the fiscal year.

Governance	CEO Board Member	The CEO is a board member.
Governance	Board Member Membership Limits	The maximum number of years a board member can be on the board as stipulated by the company. - 1 to 30 years /insufficient information/no limit - when the company has explicitly mentioned that board members will be on board only for a certain maximum number.
Governance	Board Member Term Duration	The smallest interval of years in which the board members are subject to re-election. - the smallest interval of years of board members re-election - annual re-election for board members who have served for a long-time is accepted.
Governance	Independent Board Members	Percentage of independent board members as reported by the company.
Governance	Strictly Independent Board Members	Percentage of strictly independent board members (not employed by the company; not served on the board for more than ten years; not a reference shareholder with more than 5% of holdings.
Governance	CEO Chairman Duality	Does the CEO simultaneously chair the board or has the chairman of the board been the CEO of the company?
Governance	Board Member Affiliations	Average number of other corporate affiliations for the board member.
Governance	Executive Compensation Policy	Does the company have a policy for performance-oriented compensation that attracts and retain the senior executives and board members?
Governance	Executive Individual Compensation	Does the company provide information about the total individual compensation of all executives and board members?
Governance	Executive Compensation LT Objectives	Is the management and board members remuneration partly linked to objectives or targets which are more than two years forward looking?
Governance	Executive Compensation Controversies	Is the company under the spotlight of the media because of a controversy linked to high executive or board compensation?
Governance	Sustainability Compensation Incentives	Is the senior executive's compensation linked to CSR/H&S/Sustainability targets?
Governance	Policy Executive Compensation Performance	Does the company have a performance-oriented compensation policy? - the compensation policy includes remuneration for the CEO, executive directors, non-board executives, and other management bodies - consider performance based compensation incentive plans.
Governance	Policy Executive Retention	Does the company have a general, all-purpose policy regarding compensation to attract and retain executives?

Governance	Compensation Board Committee	Does the company have a compensation board committee?
Governance	Board Member LT Compensation Incentives	The maximum time horizon of the board member's targets to reach full compensation.
Governance	Mgt Compensation Controversies Count	Number of controversies published in the media linked to high executive or board compensation. - lawsuits against company filed by board members - lawsuits filed where compensation is paid unjustifiable - any wrong statements on management compensation.
Governance	Audit Board Committee	Does the company have an audit board committee?
Governance	Policy Equal Voting Right	Does the company have a policy to apply the one-share, one-vote principle? - the company maintaining equal rights for every common share - when there is 1 class of shares but no information on voting right is given then it is concluded that all the shares.
Governance	Policy Shareholder Engagement	Does the company have a policy to facilitate shareholder engagement, resolutions or proposals? - in scope, are the data on company facilitating shareholders to have the right to ask a question to the board or management.
Governance	Different Voting Right Share	Does the company have shares with different voting right? - in scope are the information on issued or outstanding common shares - different classes of shares with different voting rights attached.
Governance	Minimum Number of Shares to Vote	Has the company set requirements for a minimum number of shares to vote? - information on shareholders who must have a minimum number of shares to be held in order to vote.
Governance	Public Availability Corporate Statutes	Are the company's articles of association, statutes or bylaws publicly available?
Governance	Veto Power or Golden share	Does the biggest owner (by voting power) hold the veto power or own golden shares? - if the biggest owner or shareholder holds more than 50% of voting shares, it's a golden share.
Governance	State Owned Enterprise SOE	Is the company a State Owned Enterprise (SOE)? - an entity owned or controlled by the government or any governmental body, if the latter has more than 50% of votes or has a golden share in the company, which gives it veto power.
Governance	Poison Pill	Does the company have a poison pill (shareholder rights plan, macaroni defense, etc.)?
Governance	Unlimited Authorized Capital or Blank Check	Does the company have unlimited authorized capital or a blank check? - consider if board of directors is authorized to issue an unlimited amount of new shares without

		shareholder approval - consider if board of directors is authorized to create new classe.
Governance	Classified Board Structure	Does the company have a classified board structure? - consider when the board is divided into different classes and each class is elected for a different term of office - when the board is divided into different classes.
Governance	Staggered Board Structure	Does the company have a staggered board structure? - the staggered board structure is one where only a portion of directors is elected during a particular fiscal year - consider when the whole board is not elected at the same time.
Governance	Supermajority Vote Requirement	Does the company have a supermajority vote requirement or qualified majority (for amendments of charters and bylaws or lock-in provisions)? - this refers to the amendment of company charters (bylaws, certificate of incorporation, article of association).
Governance	Limited Shareholder Rights to Call Meetings	Has the company limited the rights of shareholders to call special meetings? - any limitations for shareholders to call meetings such as a complete denial of rights for shareholders or if they hold more than 10% of shares.
Governance	Elimination of Cumulative Voting Rights	Has the company reduced or eliminated cumulative voting in regard to the election of board members? - consider when cumulative is specifically denied - when there is cumulative right, even when used in exceptional circumstance.
Governance	Confidential Voting Policy	Does the company have a confidential voting policy (i.e., management cannot view the results of shareholder votes)? - a policy of keeping the votes of shareholders confidential - consider a formal policy for keeping votes confidential.
Governance	Recent Shareholder Rights Controversies	Number of controversies linked to shareholder rights infringements published since the last fiscal year company update. think the company has decieved them - lawsuits against the company.
Governance	Shareholder Approval Significant Transactions	Limitations to the shareholders right to approve significant company transitions such as M&As (no rights to vote or supermajority required)? - consider when the approval of significant company transactions requires a supermajority vote, qualified majority.
Governance	Limitations on Removal of Directors	Are there limitations on the shareholders' right to remove board members (ie, only for cause, supermajority vote required, etc.)? - consider information on limitations on the right to removal of the board of directors refer to any restriction on the ability.



Governance	Advance Notice for Shareholder Proposals	Does the company have deadlines relating to shareholder proposals? - refers to the ability for shareholders to submit proposals at the incoming shareholder meeting but before a deadline date or within a deadline window.
Governance	Written Consent Requirements	Does the company permit actions to be taken without meeting by written consent? - consider when shareholders have the right to act through written consent without a meeting.
Governance	Expanded Constituency Provision	Does the company have expanded-constituency provisions in place? - expanded constituency provision refers to the consideration of a holistic approach by the board when analyzing takeover proposal and deciding on its acceptance.
Governance	Poison Pill Adoption Date	The adoption date of the poison pill.
Governance	Earnings Restatement	Is the company in the process of a material earnings restatement?
Governance	Profit Warnings	Has the company issued a profit warning during the year?
Governance	Auditor Tenure	The number of year's current auditor is serving the organization.
Governance	Accounting Controversies Count	Number of controversies published in the media linked to aggressive or non-transparent accounting issues. - lawsuits/cases where company's books of accounts is being manipulated.
Governance	Recent Insider Dealings Controversies	Number of controversies linked to insider dealings and other share price manipulations published since the last fiscal year company update. - lawsuits relating to share price manipulations - any dealings in the shares of the company, by the insiders.
Governance	Shareholder Rights Policy	Does the company have a policy for ensuring equal treatment of minority shareholders, facilitating, shareholder engagement or limiting the use of anti-takeover devices?
Governance	Equal Shareholder Rights	Does the company treat all shareholders equally?
Governance	Anti Takeover Devices Above Two	The number of anti-takeover devices in place in excess of two.
Governance	Non-audit to Audit Fees Ratio	All non-audit fees divided by the audit and audit-related fees paid to the group auditor.
Governance	Stakeholder Engagement	Does the company explain how it engages with its stakeholders? - information on how the company is engaging with its stakeholders, how it is involving the stakeholders in its decision-making process; what procedures are in place for engagement.

<https://www.refinitiv.com/fr/sustainable-finance/esg-scores> (consulté le 3/09/2023)

## ANNEXE 5

### Score de gouvernance de Bloomberg

L'indice de gouvernance de la base de données Bloomberg couvre des indicateurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pour plus de 12 200 sociétés cotées en bourse à travers le monde. Le score de divulgation ESG de Bloomberg évalue les entreprises en fonction de leur niveau de divulgation relatif aux préoccupations en matière d'ESG. L'objectif du score de divulgation est de fournir aux investisseurs une vision standardisée et qualifiée de la transparence.

Bloomberg note les entreprises sur une base annuelle, en collectant des informations ESG publiques divulguées par les entreprises via les rapports annuels, rapport de développement durable, communiqués de presse, recherche par des tiers et de ses relations avec l'entreprise. Ces données sont vérifiées et standardisées. Le score ESG est divisé en trois sous-catégories et chacune d'entre elles s'appuie sur un domaine spécifique de facteurs.

- Domaine environnemental : risques climatiques, efficacité des ressources, émissions
- Domaine social : gestion du capital humain, santé et sécurité, chaîne d'approvisionnement
- Domaine de gouvernance : rémunération, indépendance, audit, droits des actionnaires, diversité, enracinement.

Une fois la note pondérée, elle est normalisée afin de se situer entre 0 et 100. Une note de 0 signifie que l'entreprise n'a reporté aucun des points de donnée. À l'inverse, une note de 100 signifie que l'entreprise a reporté tous les points de donnée et par conséquent, qu'elle est entièrement transparente dans son domaine. La notation ESG de Bloomberg pénalisera les entreprises pour les « données manquantes ».

Dans le cadre de cet article, nous nous appuierons uniquement sur le score de divulgation de gouvernance. Plus précisément ce score est composé des indicateurs suivants :

- Structure du conseil d'administration
- Diversité du conseil d'administration

- Réunions du conseil d'administration
- Comité d'audit
- Comité de rémunération
- Comité de nomination
- CSR/Développement durable
- Activités du conseil d'administration et administrateur non exécutif en charge de la responsabilité social d'entreprise (CSR)
- Droits des actionnaires
- Résultats de vote de l'Assemblée générale annuelle
- Année d'emploi de l'auditeur
- Rémunération d'administrateur

Indicateurs du score de divulgation de gouvernance de Bloomberg

Score de divulgation de gouvernance	/100
Structure du conseil d'administration	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taille du conseil d'administration à 1 ou 2 niveaux</li> <li>- Nombre de représentants des employés siégeant sur le conseil d'administration</li> <li>- Système de conseil d'administration à niveaux</li> <li>- Indépendance du conseil d'administration</li> <li>- Nombre de cadres non dirigeants siégeant sur le conseil d'administration</li> <li>- % de cadres non dirigeants siégeant sur le conseil d'administration</li> <li>- % d'administrateurs indépendants</li> <li>- Dualité Directeur général/Président du conseil d'administration</li> <li>- Président indépendant</li> <li>- Administrateur principal indépendant</li> <li>- Administrateur président</li> <li>- Ancien PDG ou son équivalent siégeant sur le conseil d'administration</li> <li>- Nombre d'administrateurs indépendants</li> </ul>
Diversité du conseil d'administration	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nombre de femmes siégeant sur le conseil d'administration</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- % de femmes siégeant sur le conseil d'administration</li> <li>- Femme administrateur ou équivalent</li> <li>- Femme président ou équivalent</li> <li>- Nombre de cadres dirigeants/cadres siégeant sur le conseil d'administration</li> <li>- CEO ou équivalent promu en interne</li> <li>- Nombre de femmes cadres dirigeants</li> <li>- % de femmes cadres dirigeants</li> <li>- Âge de l'administrateur le plus jeune</li> <li>- Âge de l'administrateur le plus âgé</li> <li>- Fourchette d'âges des administrateurs du conseil d'administration</li> <li>- Âge moyen des administrateurs</li> <li>- Âge limite des administrateurs</li> <li>- Durée de mandat au conseil d'administration (années)</li> <li>- Durée de mandat de l'administrateur exécutif au conseil d'administration</li> </ul>
Réunions du conseil d'administration	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nombre de réunions du conseil d'administration</li> <li>- Taux de participation (%)</li> <li>- Taux de participation au conseil d'administration des administrateurs indépendants (%)</li> <li>- Nombre de dirigeants présents à moins de 75% de rencontres</li> </ul>
Comité d'audit	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taille du comité d'audit</li> <li>- Nombre d'administrateurs indépendants au comité d'audit</li> <li>- % d'administrateurs indépendants au comité d'audit</li> <li>- Président du comité d'audit indépendant</li> <li>- Nombre de cadres non dirigeants au comité d'audit</li> <li>- Nombre de réunions du comité d'audit</li> <li>- Taux de participation aux réunions du comité d'audit en %</li> </ul>
Comité de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taille du comité de rémunération</li> <li>- Nombre d'administrateurs indépendants au comité de rémunération</li> <li>- % d'administrateurs indépendants au comité de rémunération</li> <li>- Président du comité de rémunération indépendant</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nombre de cadres non dirigeants au comité de rémunération</li> <li>- Nombre de réunions du comité de rémunération</li> <li>- Taux de participation aux réunions du comité de rémunération en %</li> <li>- Conseillers en rémunération externes désignés</li> <li>- Services de consultants sur la rémunération des dirigeants fournis</li> <li>- Commissions versées aux consultants sur la rémunération</li> <li>- Frais de conseil de rémunération des dirigeants payés aux consultants</li> <li>- % des frais de conseil de rémunération payés aux consultants</li> </ul>
Comité de nomination	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Taille du comité de nomination</li> <li>- Nombre d'administrateurs indépendants au comité de nomination</li> <li>- % d'administrateurs indépendants au comité de nomination</li> <li>- Président du comité de nomination indépendant</li> <li>- Nombre de cadres non dirigeants au comité de nomination</li> <li>- Nombre de réunions du comité de nomination</li> <li>- Taux de participation aux réunions du comité de nomination en %</li> </ul>
CSR/Développement durable	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Comité de CSR/Développement durable</li> <li>- Taille du comité de CSR/Développement durable</li> <li>- Nombre d'administrateurs indépendants au comité de CSR/Développement durable</li> <li>- % d'administrateurs indépendants au comité de CSR/Développement durable</li> <li>- Président du comité de CSR/Développement durable indépendant</li> <li>- Nombre de cadres non dirigeants au comité de CSR/Développement durable</li> <li>- Nombre de réunions du comité de CSR/Développement durable</li> <li>- Taux de participation aux réunions du comité de CSR/Développement durable en %</li> </ul>

Activités du conseil d'administration et administrateur non exécutif en charge du CSR	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Administrateur non exécutif en charge du CSR</li> <li>- Administrateur exécutif en charge du CSR</li> <li>- Rémunération des dirigeants liée à ESG</li> <li>- Rémunération du conseil d'administration liée à ESG</li> <li>- Disposition de récupération de rémunération des dirigeants</li> <li>- Changement des accords de prestations d'avantages/parachute doré</li> <li>- Contributions politiques</li> </ul>
Droits des actionnaires	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Plan de pilule empoisonnée</li> <li>- Plan de pilule empoisonnée approuvée par l'actionnaire</li> <li>- Pilule empoisonnée avec clause TIDE</li> <li>- Pilule empoisonnée avec clause d'extinction</li> <li>- Blankcheck preferred autorisé</li> <li>- Droits de vote inégaux</li> <li>- Double classe- Actions ordinaires</li> </ul>
Résultats de vote de l'Assemblée générale annuelle	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Clause de vote sur rémunération</li> <li>- Fréquence de votes sur les rémunérations</li> <li>- Niveau de soutien sur rémunération</li> <li>- Niveau de soutien sur rémunérations Votes POUR</li> <li>- Niveau de soutien sur rémunérations Votes CONTRE</li> <li>- Niveau de soutien sur rémunérations Votes ABSTENTION</li> <li>- Niveau de soutien sur rémunérations Votes PAS VOTÉ</li> <li>- Ratification de l'auditeur</li> <li>- Ratification de l'auditeur Nombre de Votes POUR</li> <li>- Ratification de l'auditeur Nombre de Votes CONTRE</li> <li>- Ratification de l'auditeur Nombre de Votes ABSTENTION</li> </ul>
Année d'emploi de l'auditeur	
Rémunération d'administrateur	

[https://www.bloomberg.com/explore/esg/?utm\\_medium=Adwords\\_SEM&utm\\_source=pdsrch&utm\\_content=AMER\\_ESGawareness\\_2023&utm\\_campaign=720598&tactic=720598&gclid=Cj0KCQjwpcoBhCGARIsAH6ote\\_5mIXmxyIIQVxofJXX15DG76uwRjnfQO7hxql5YGeZYWvEzy70vq4aAIIJEALw\\_wcB](https://www.bloomberg.com/explore/esg/?utm_medium=Adwords_SEM&utm_source=pdsrch&utm_content=AMER_ESGawareness_2023&utm_campaign=720598&tactic=720598&gclid=Cj0KCQjwpcoBhCGARIsAH6ote_5mIXmxyIIQVxofJXX15DG76uwRjnfQO7hxql5YGeZYWvEzy70vq4aAIIJEALw_wcB) (consulté le 03/09/2023)

## ANNEXE 6

Panel A : Moyenne de la gestion des bénéfices en données trimestrielles autour de la période de surveillance CW

Variables	t-4		t-3		t-2		t-1		t		t+1		t+2		t+3		t+4	
	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy
ABDAC_Match	199	0.0004	202	-0.0322	198	-0.0157	191	-0.0033	233	-0.0187	204	-0.0162	195	-0.0235	197	-0.0267	181	0.0167
ABCFO_Match	543	-0.0156	528	-0.0084	541	0.0181**	532	0.0065	564	0.0094*	530	0.0159	532	-0.0052	540	-0.0010	539	-0.0021
ABPROD_Match	532	0.0125	504	0.0070	531	-0.0071	526	-0.0016	537	0.0122**	502	-0.0072	520	0.0085	519	-0.0096	527	-0.0042
ABEXP_Match	408	-0.0002	406	0.0435	405	0.0198	389	-0.0045	422	-0.0074	385	0.0182	404	0.0053	400	0.0139	399	0.0125
REM1_Match	388	-0.0064	384	-0.0249	390	-0.0382*	367	0.0106	413	0.0016	366	-0.0353	379	0.0029	378	-0.0057	379	-0.0335
REM2_Match	380	0.0022	379	-0.0463	388	-0.0297	365	-0.0226	399	0.0226	351	-0.0207	381	-0.0052	365	-0.0465	376	-0.0415

Panel B : Médiane de la gestion des bénéfices en données trimestrielles autour de la période de surveillance CW

Variables	t-4		t-3		t-2		t-1		t		t+1		t+2		t+3		t+4	
	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd
ABDAC_Match	199	0.0058	202	0.0023	198	0.0002	191	-0.0021	233	-0.0017	204	-0.0044	195	0.0018	197	-0.0022	181	0.0013
ABCFO_Match	543	-0.0017	528	-0.0016	541	0.0002	532	0.0025	564	0.0010	530	-0.0001	532	-0.0025	540	0.0004	539	0.0019
ABPROD_Match	532	0.0007	504	0.0016	531	0.0014	526	-0.0009	537	0.0036**	502	-0.0011	520	0.0041	519	-0.0015	527	0.0005
ABEXP_Match	408	-0.0002	406	0.0024	405	0.0073**	389	-0.0006	422	-0.0058***	385	0.0021	404	-0.0001	400	-0.0002	399	0.0038
REM1_Match	388	-0.0037	384	0.0026	390	-0.0112***	367	0.0045	413	0.0074**	366	-0.0094**	379	0.0014	378	0.0010	379	-0.0002
REM2_Match	380	-0.0041	379	0.0013	388	-0.0162**	365	-0.0040	399	0.0174***	351	-0.0019	381	0.0002	365	-0.0007	376	-0.0009

Notes : Annexe 6 Panel A et B présente les statistiques descriptives en données trimestrielles pour les firmes sous surveillance CW. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés trimestriellement par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match, représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables de l'Annexe 6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été utilisés afin d'examiner si les moyennes et les médianes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel C : Moyenne de la gestion des bénéfices en données trimestrielles autour de la période de surveillance OL

Variables	t-4		t-3		t-2		t-1		t		t+1		t+2		t+3		t+4	
	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy	N	Moy
ABDAC_Match	148	0.0120	156	0.1093**	162	0.0006	157	0.0326	160	-0.0750	148	-0.0503	142	-0.0037	148	-0.0717	160	0.0308
ABCFO_Match	373	0.0067	371	0.0178	365	0.0177	359	0.0058	381	-0.0139	359	-0.0121	365	-0.0002	372	-0.0102	368	-0.0193
ABPROD_Match	362	0.0011	350	0.0044	357	0.0015	349	0.0107*	353	0.0039	354	0.0132	350	0.0106	355	-0.0062	353	0.0016
ABEXP_Match	308	0.0192	297	-0.0165*	311	-0.0166	299	-0.0449	332	-0.0022**	289	-0.0195	305	-0.0192	290	-0.0029	304	0.0159
REM1_Match	294	-0.0270	285	-0.0034	296	-0.0078	276	-0.0014	316	0.0178**	268	0.0325	290	0.0284	280	0.0199	287	0.0021
REM2_Match	291	-0.0161	275	0.0223	290	0.0252	270	0.0567	293	0.0026**	264	0.0386*	282	0.0458	271	0.0076	272	-0.0441*

Panel D : Médiane de la gestion des bénéfices en données trimestrielles autour de la période de surveillance OL

Variables	t-4		t-3		t-2		t-1		t		t+1		t+2		t+3		t+4	
	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd	N	Méd
ABDAC_Match	148	0.0108	156	0.0020	162	0.0016	157	-0.0046**	160	-0.0180	148	-0.0067**	142	0.0005	148	0.0117	160	0.0018
ABCFO_Match	373	0.0024	371	0.0031	365	0.0001	359	-0.0015	381	-0.0002	359	-0.0028	365	-0.0015*	372	0.0003	368	0.0007
ABPROD_Match	362	-0.0038	350	0.0006	357	-0.0017	349	0.0012**	353	0.0037*	354	0.0058*	350	0.0049	355	-0.0026	353	-0.0053
ABEXP_Match	308	0.0013	297	-0.0011**	311	0.0021	299	0.0033	332	-0.0079***	289	-0.0007	305	-0.0036	290	0.0042	304	0.0000
REM1_Match	294	0.0010	285	-0.0018	296	0.0015	276	-0.0024	316	0.0125**	268	0.0055	290	0.0036	280	-0.0053*	287	-0.0032
REM2_Match	291	-0.0034	275	0.0008	290	-0.0004	270	0.0025	293	0.0235***	264	0.0123**	282	0.0176	271	-0.0090	272	-0.0127

Notes : Annexe 6 Panel C et D présente les statistiques descriptives en données trimestrielles pour les firmes sous surveillance OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés trimestriellement par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables de l'Annexe 6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). Un test-T et un test de Wilcoxon ont respectivement été utilisés afin d'examiner si les moyennes et les médianes sont significativement différentes de zéro. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.



## ANNEXE 7

Panel A : Régressions logistiques de la gestion des bénéfices en données trimestrielles sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW

	1	2	3	4
ABDAC_Match	-0.418 (0.691)			
ABCFO_Match		0.872 (0.982)		
ABPROD_Match		-0.067 (0.804)		
ABEXP_Match		-0.120 (0.420)		
REM1_Match			-0.197 (0.377)	
REM2_Match				0.070 (0.310)
ROA	1.209 (2.060)	5.117** (2.468)	4.885** (2.432)	5.248** (2.479)
LEVERAGE	-0.408 (0.620)	-0.416 (0.485)	-0.349 (0.464)	-0.475 (0.478)
REVGROW	1.217 (2.913)	3.062 (2.376)	3.547 (2.308)	3.237 (2.348)
SIZE	0.204 (0.267)	0.174 (0.218)	0.165 (0.214)	0.187 (0.217)
2008	0.634 (0.436)	0.192 (0.312)	0.115 (0.307)	0.160 (0.309)
INVEST/SPEC	-0.415 (0.332)	-0.630** (0.267)	-0.588** (0.258)	-0.641** (0.265)
Constante	-1.309 (1.158)	-0.603 (0.926)	-0.614 (0.897)	-0.560 (0.920)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	232	386	404	392
Pseudo R2	0.09573298	0.08386753	0.07925684	0.08100270

Notes : L'Annexe 7 Panel A présente les régressions logistiques de la gestion des bénéfices en données trimestrielles sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimé selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables de l'Annexe 7 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur.

Panel B : Régressions logistiques de la gestion des bénéfices en données trimestrielles sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL

	1	2	3	4
ABDAC_Match	0.746 (0.765)			
ABCFO_Match		2.893** (1.453)		
ABPROD_Match		0.423 (1.680)		
ABEXP_Match		1.224* (0.703)		
REM1_Match			-0.110 (0.320)	
REM2_Match				-0.081 (0.273)
ROA	4.429 (3.245)	13.322*** (3.209)	11.105*** (2.744)	14.216*** (3.208)
LEVERAGE	-1.151* (0.651)	-0.540 (0.471)	-0.496 (0.425)	-0.499 (0.456)
REVGROW	9.173* (5.476)	-3.946 (3.142)	-1.045 (2.681)	-3.442 (3.030)
SIZE	1.382*** (0.510)	0.066 (0.291)	0.200 (0.264)	0.133 (0.275)
2008	-1.499 (0.965)	1.083** (0.493)	0.775* (0.447)	1.151** (0.490)
INVEST/SPEC	2.956** (1.253)	2.278*** (0.634)	1.937*** (0.549)	1.910*** (0.569)
Constante	-5.344*** (1.922)	-0.767 (1.135)	-1.127 (1.033)	-0.867 (1.083)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	159	280	309	287
Pseudo R2	0.6378467	0.5112185	0.4655165	0.4845390

Notes : L'Annexe 7 Panel B présente les régressions logistiques de la gestion des bénéfices en données trimestrielles sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables de l'Annexe 7 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur.

## ANNEXE 8

Panel A : Régressions logistiques de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW lorsque la méthode du ROA est utilisée afin de contrôler pour la performance

	1	2	3	4
ABDAC_ROA	0.027 (0.055)			
ABCFO_ROA		-0.018 (0.088)		
ABPROD_ROA		0.519** (0.227)		
ABEXP_ROA		-0.070 (0.060)		
REM1_ROA			0.074* (0.039)	
REM2_ROA				0.092 (0.059)
ROA	2.570*** (0.923)	3.071*** (0.979)	2.642*** (0.932)	2.946*** (0.970)
LEVERAGE	-0.245 (0.425)	-0.171 (0.444)	-0.199 (0.431)	-0.246 (0.441)
REVGROW	1.224*** (0.345)	1.272*** (0.362)	1.299*** (0.354)	1.156*** (0.353)
SIZE	0.018 (0.183)	-0.153 (0.193)	-0.105 (0.190)	-0.132 (0.191)
2008	0.195 (0.274)	0.226 (0.288)	0.244 (0.282)	0.248 (0.287)
INVEST/SPEC	-0.832*** (0.222)	-0.775*** (0.227)	-0.795*** (0.224)	-0.786*** (0.226)
Constante	0.639 (0.807)	1.284 (0.852)	1.048 (0.837)	1.282 (0.848)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	559	531	542	531
Pseudo R2	0.14844545	0.17183994	0.15774131	0.16088169

Notes : L'Annexe 8 Panel A présente les régressions logistiques de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW lorsque la méthode du ROA est utilisée au lieu du jumelage afin de contrôler pour la performance. ABDAC\_ROA représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. Les variables ABCFO\_ROA, ABPROD\_ROA, ABEXP\_ROA représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_ROA et -ABCFO\_ROA et la variable REM2\_ROA la somme des variables ABPROD\_ROA et -ABEXP\_ROA. Toutes les variables de l'Annexe 8 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du ROA (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur.

Panel B : Régressions logistiques de la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL lorsque la méthode du ROA est utilisée afin de contrôler pour la performance

	1	2	3	4
ABDAC_ROA	0.173 (0.109)			
ABCFO_ROA		-0.306 (0.199)		
ABPROD_ROA		-0.298 (0.350)		
ABEXP_ROA		-0.085 (0.067)		
REM1_ROA			0.113* (0.062)	
REM2_ROA				0.031 (0.056)
ROA	2.257*** (0.693)	2.479*** (0.746)	2.031*** (0.669)	2.271*** (0.716)
LEVERAGE	-1.030** (0.418)	-1.158*** (0.434)	-1.096*** (0.421)	-1.037** (0.426)
REVGROW	1.094* (0.632)	0.792 (0.615)	0.813 (0.605)	0.743 (0.611)
SIZE	0.325 (0.248)	0.349 (0.256)	0.361 (0.250)	0.341 (0.254)
2008	0.835** (0.420)	1.051** (0.429)	0.833** (0.406)	1.004** (0.424)
INVEST/SPEC	1.531*** (0.494)	1.322*** (0.498)	1.472*** (0.491)	1.369*** (0.496)
Constante	-1.191 (0.995)	-1.236 (1.021)	-1.343 (1.000)	-1.248 (1.014)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	372	352	373	352
Pseudo R2	0.4447424	0.4321301	0.4318206	0.4220879

Notes : L'Annexe 8 Panel B présente les régressions logistiques de la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL lorsque la méthode du ROA est utilisée au lieu du jumelage afin de contrôler pour la performance. ABDAC\_ROA représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. Les variables ABCFO\_ROA, ABPROD\_ROA, ABEXP\_ROA représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfiques. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_ROA et -ABCFO\_ROA et la variable REM2\_ROA la somme des variables ABPROD\_ROA et -ABEXP\_ROA. Toutes les variables de l'Annexe 8 associées à la gestion des bénéfiques ont été ajustées pour la performance selon la méthode du ROA (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur.

## ANNEXE 9

Panel A : Régression logistique de l'effet modérateur de la gouvernance sur l'impact de la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW en utilisant le score de Bloomberg

	1	2	3	4
GOUV_Score_Bloomberg	-0.014 (0.013)	-0.011 (0.012)	-0.011 (0.012)	-0.027* (0.014)
ABDAC_Match	3.230* (1.815)			
ABCFO_Match		-1.712 (1.889)		
ABPROD_Match			-2.803 (3.477)	
ABEXP_Match				1.202 (0.905)
ROA	6.581*** (2.073)	7.326*** (2.163)	7.246*** (2.168)	8.424*** (2.449)
LEVERAGE	-0.654 (0.890)	-0.439 (0.890)	-0.610 (0.890)	0.050 (0.950)
REVGROW	2.037*** (0.698)	1.855*** (0.674)	1.942*** (0.690)	1.853** (0.745)
SIZE	0.301 (0.298)	0.302 (0.296)	0.368 (0.300)	0.431 (0.346)
2008	0.391 (0.470)	0.440 (0.476)	0.349 (0.462)	0.297 (0.503)
INVEST/SPEC	-1.563*** (0.361)	-1.504*** (0.357)	-1.506*** (0.364)	-1.579*** (0.390)
GOUV_Score_Bloomberg:ABDAC_Match	-0.037* (0.022)			
GOUV_Score_Bloomberg:ABCFO_Match		0.019 (0.023)		
GOUV_Score_Bloomberg:ABPROD_Match			0.035 (0.041)	
GOUV_Score_Bloomberg:ABEXP_Match				-0.014 (0.011)
Constante	1.470 (1.598)	1.126 (1.556)	0.893 (1.590)	1.751 (1.724)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	248	250	242	224
Pseudo R2	0.32183238	0.29596104	0.28679095	0.33787226

Notes : Le Panel A de l'ANNEXE 9 présente l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW en utilisant le score de Bloomberg. GOUV\_Score\_Bloomberg correspond au score de divulgation de gouvernance de Bloomberg. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés par le modèle de Rowchowdhury (2006) REM1\_Match représente la somme de -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et REM2\_Match, la somme de ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. ROA représente le rendement de l'actif, LEVERAGE, le ratio dette divisée par l'actif total, REVGROW, la croissance des revenus, SIZE, la taille, 2008, une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant en 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC, une variable binaire égale à 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 autrement et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Les variables sont fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Régression logistique de l'effet modérateur de la gouvernance sur l'impact de la gestion des bénéficiaires sur la résolution de l'agence la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL en utilisant le score de Bloomberg

	1	2	3	4
GOUV_Score_Bloomberg	0.019 (0.016)	0.025 (0.016)	0.024 (0.018)	0.018 (0.016)
ABDAC_Match	5.629 (3.875)			
ABCFO_Match		-1.865 (3.612)		
ABPROD_Match			1.201 (4.325)	
ABEXP_Match				0.491 (1.605)
ROA	2.590 (1.812)	3.011* (1.715)	3.571* (1.885)	2.788 (1.758)
LEVERAGE	-2.085** (0.835)	-2.317*** (0.853)	-2.287** (0.894)	-2.592*** (0.909)
REVGROW	1.782 (1.326)	1.574 (1.170)	1.488 (1.216)	1.508 (1.155)
SIZE	-0.386 (0.390)	-0.328 (0.385)	-0.247 (0.409)	-0.344 (0.390)
2008	1.306 (0.860)	1.446* (0.814)	1.546* (0.827)	1.358* (0.815)
INVEST/SPEC	0.992 (0.642)	0.936 (0.629)	0.709 (0.662)	0.854 (0.641)
GOUV_Score_Bloomberg:ABDAC_Match	-0.063 (0.046)			
GOUV_Score_Bloomberg:ABCFO_Match		0.024 (0.045)		
GOUV_Score_Bloomberg:ABPROD_Match			-0.020 (0.054)	
GOUV_Score_Bloomberg:ABEXP_Match				-0.003 (0.024)
Constante	0.624 (2.095)	0.203 (2.121)	-0.013 (2.338)	0.597 (2.168)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	154	158	149	147
Pseudo R2	0.26869251	0.25816029	0.27935547	0.26428066

Notes : Le Panel B de l'ANNEXE 9 présente l'effet d'interaction entre la gouvernance et la gestion des bénéficiaires sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL. GOUV\_Score\_Bloomberg représente le score de divulgation de gouvernance de Bloomberg. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match et ABEXP\_Match représentent les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales, estimés par le modèle de Rowchowdhury (2006) REM1\_Match représente la somme de -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et REM2\_Match, la somme de ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. ROA représente le rendement de l'actif, LEVERAGE, le ratio dette divisée par l'actif total, REVGROW, la croissance des revenus, SIZE, la taille, 2008, une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant en 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC, une variable binaire égale à 1 si la notation appartient à la catégorie investissement et 0 autrement et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Les variables sont fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

## ANNEXE 10

Panel A : Régression logistique de l'effet modérateur de la variation de la gouvernance sur l'impact de la variation de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW (Score de gouvernance Refinitiv)

	1	2	3	4	5	6
Δ Score_REFINITIV	2.496 (1.826)	2.474 (1.807)	2.196 (1.895)	2.703 (1.963)	2.650 (1.957)	2.673 (2.044)
Δ ABDAC_Match	-0.031 (0.044)					
Δ ABCFO_Match		-0.140 (0.103)				
Δ ABPROD_Match			-0.102 (0.195)			
Δ ABEXP_Match				0.125** (0.057)		
Δ REM1_Match					-0.088 (0.055)	
Δ REM2_Match						-0.185** (0.079)
ROA	3.056 (2.013)	2.890 (2.004)	2.828 (2.224)	3.195 (2.237)	3.196 (2.256)	3.878 (2.475)
LEVERAGE	-2.921** (1.239)	-3.121** (1.218)	-3.335*** (1.273)	-2.760** (1.365)	-2.927** (1.359)	-2.544* (1.429)
REVGROW	1.259* (0.654)	1.357** (0.665)	1.177* (0.695)	1.651** (0.811)	1.535* (0.792)	1.572* (0.845)
SIZE	0.077 (0.362)	0.075 (0.358)	0.152 (0.390)	-0.048 (0.418)	-0.059 (0.414)	0.010 (0.474)
2008	-0.366 (0.538)	-0.473 (0.531)	-0.253 (0.563)	0.162 (0.585)	0.084 (0.577)	0.336 (0.630)
INVEST/SPEC	-1.673*** (0.405)	-1.580*** (0.401)	-1.631*** (0.419)	-1.608*** (0.449)	-1.580*** (0.444)	-1.769*** (0.479)
Δ Score_Refinitiv: Δ ABDAC_Match	0.280 (0.604)					
Δ Score_Refinitiv: Δ ABCFO_Match		-0.776 (1.799)				
Δ Score_Refinitiv: Δ ABPROD_Match			1.395 (2.892)			
Δ Score_Refinitiv: Δ ABEXP_Match				0.904 (0.570)		
Δ Score_Refinitiv: Δ REM1_Match					-0.837 (0.671)	
Δ Score_Refinitiv: Δ REM2_Match						-1.371* (0.750)
Constante	2.689 (1.663)	2.551 (1.616)	2.538 (1.765)	2.667 (1.845)	2.696 (1.834)	2.598 (2.052)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	198	206	187	169	169	151
Pseudo R2	0.28833888	0.30054516	0.31150077	0.36765673	0.34421622	0.4101422

Notes : Le Panel A de l'ANNEXE 10 présente l'effet d'interaction entre la variation de la gouvernance et la variation de la gestion des bénéfices sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance CW. Score\_Refinitiv.var représente le score de divulgation de gouvernance de Bloomberg. ABDAC\_Match.var représente la variation des « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match.var, ABPROD\_Match.var, ABEXP\_Match.var. représentent respectivement les variations des flux de trésorerie anormaux, de la production anormale et des dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match.var représente la somme des variables -ABEXP\_Match.var et -ABCFO\_Match.var et la variable REM2\_Match.var la somme des variables ABPROD\_Match.var et -ABEXP\_Match.var. Toutes les variables de l'ANNEXE 10 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). ROA représente le rendement de l'actif (Compustat

IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de la variable de sa valeur au temps t. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.



Panel B : Régression logistique de l'effet modérateur de la variation de la gouvernance sur l'impact de la variation de la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL (Score de gouvernance Refinitiv)

	1	2	3	4	5	6
Δ Score_REFINITIV	1.977 (3.772)	2.588 (3.775)	0.729 (3.950)	2.363 (3.552)	1.958 (3.770)	0.700 (3.797)
Δ ABDAC_Match	-0.041 (0.153)					
Δ ABCFO_Match		-0.108 (0.522)				
Δ ABPROD_Match			0.878 (0.939)			
Δ ABEXP_Match				-0.001 (0.330)		
Δ REM1_Match					-0.019 (0.263)	
Δ REM2_Match						0.288 (0.381)
ROA	-1.245 (2.894)	-1.071 (2.984)	-0.301 (4.093)	-0.918 (3.006)	-0.917 (3.038)	-0.374 (3.987)
LEVERAGE	-4.163** (1.999)	-4.550** (2.029)	-3.844* (2.046)	-4.482** (2.028)	-4.489** (1.942)	-3.250 (2.040)
REVGROW	6.285** (2.849)	5.970** (2.858)	5.901** (2.691)	6.175** (2.718)	6.059** (2.737)	5.919** (2.686)
SIZE	-0.402 (0.652)	-0.397 (0.649)	-0.460 (0.679)	-0.440 (0.645)	-0.463 (0.642)	-0.254 (0.663)
2008	1.321 (1.458)	1.290 (1.422)	1.028 (1.404)	1.440 (1.409)	1.440 (1.406)	1.375 (1.446)
INVEST/SPEC	0.793 (0.909)	0.552 (0.858)	0.888 (0.956)	0.320 (0.888)	0.320 (0.879)	0.607 (0.902)
Δ Score_Refinitiv: Δ ABDAC_Match	-1.260 (1.631)					
Δ Score_Refinitiv: Δ ABCFO_Match		-0.895 (3.473)				
Δ Score_Refinitiv: Δ ABPROD_Match			2.195 (7.704)			
Δ Score_Refinitiv: Δ ABEXP_Match				0.011 (2.471)		
Δ Score_Refinitiv: Δ REM1_Match					0.619 (2.332)	
Δ Score_Refinitiv: Δ REM2_Match						-4.098 (5.056)
Constante	3.201 (3.026)	3.714 (2.905)	3.550 (2.943)	3.917 (2.944)	4.002 (2.853)	2.461 (3.027)
Effet fixe (secteur)	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	81	83	75	76	76	67
Pseudo R2	0.57801832	0.5725609	0.53825547	0.56694405	0.5681068	0.5681068

Notes : Le Panel A de l'ANNEXE 10 présente l'effet d'interaction entre la variation de la gouvernance et la variation de la gestion des bénéfiques sur la résolution de l'agence pour les firmes sous surveillance OL. Score\_Refinitiv.var représente le score de divulgation de gouvernance de Bloomberg. ABDAC\_Match.var représente la variation des « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match.var, ABPROD\_Match.var, ABEXP\_Match.var. représentent respectivement les variations des flux de trésorerie anormaux, de la production anormale et des dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfiques. REM1\_Match.var représente la somme des variables -ABEXP\_Match.var et -ABCFO\_Match.var et la variable REM2\_Match.var la somme des variables -ABCFO\_Match.var et ABPROD\_Match.var. Toutes les variables de l'ANNEXE 10 associées à la gestion des bénéfiques ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). ROA représente le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 est une variable binaire égale à

1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. La variation des variables indépendantes est obtenue en soustrayant la valeur au temps t-1 de sa valeur au temps t. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

## ANNEXE 11

Panel A : Régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfiques pour les firmes sous CW et effet différencié de la crise de 2008-2009

	1	2	3	4	5	6	7	8
ABDAC.Match	0.118* (0.068)	0.125* (0.068)						
ABCFO.Match			-0.125 (0.095)	-0.132 (0.095)				
ABPROD.Match			-0.024 (0.209)	-0.018 (0.210)				
ABEXP.Match			-0.037 (0.061)	-0.037 (0.064)				
REM1.Match					0.070* (0.040)	0.074* (0.040)		
REM2.Match							0.008 (0.043)	0.007 (0.045)
ROA	2.472*** (0.931)	2.322*** (0.901)	2.773*** (1.015)	2.597*** (0.988)	2.522*** (0.974)	2.378** (0.945)	2.717*** (1.006)	2.527*** (0.978)
LEVERAGE	-0.217 (0.433)	-0.194 (0.431)	-0.084 (0.483)	-0.018 (0.480)	-0.036 (0.466)	0.010 (0.464)	-0.109 (0.480)	-0.049 (0.477)
REVGROW	1.221*** (0.381)	1.323*** (0.353)	0.952** (0.402)	1.227*** (0.378)	1.086*** (0.399)	1.261*** (0.373)	0.878** (0.394)	1.150*** (0.370)
SIZE	-0.009 (0.184)	-0.017 (0.180)	-0.124 (0.207)	-0.116 (0.199)	-0.087 (0.201)	-0.088 (0.197)	-0.109 (0.205)	-0.102 (0.194)
INVEST/SPEC	-0.838*** (0.227)	-0.816*** (0.225)	-0.828*** (0.245)	-0.761*** (0.241)	-0.824*** (0.237)	-0.784*** (0.234)	-0.803*** (0.243)	-0.735*** (0.239)
Constant	0.794 (0.823)	0.812 (0.804)	1.465 (0.932)	1.337 (0.901)	1.001 (0.888)	0.952 (0.860)	1.402 (0.926)	1.284 (0.896)
2008	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON
2009	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON
Secteur	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	550	550	476	476	502	502	477	477
Pseudo R2	0.15498498	0.1528	0.16957102	0.1590	0.16020664	0.1557	0.16175853	0.1508

Notes : Le Tableau 2.6 Panel A la régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfiques et l'effet différencié de la crise de 2008-2009 pour les firmes sous CW. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfiques. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.6 associées à la gestion des bénéfiques ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). CW\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT, REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 et 2009 sont des variables binaires égales à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 ou 2009 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.

Panel B : Régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices pour les firmes sous OL et effet différencié de la crise de 2008-2009

	1	2	3	4	5	6	7	8
ABDAC.Match	0.214 (0.138)	0.231* (0.140)						
ABCFO.Match			-0.195 (0.162)	-0.163 (0.161)				
ABPROD.Match			-0.012 (0.164)	0.010 (0.162)				
ABEXP.Match			-0.033 (0.132)	-0.066 (0.132)				
REM1.Match					0.095 (0.071)	0.096 (0.073)		
REM2.Match							-0.031 (0.057)	-0.021 (0.054)
ROA	2.239*** (0.704)	1.980*** (0.667)	2.429*** (0.768)	1.973*** (0.699)	2.083*** (0.698)	1.741*** (0.647)	2.260*** (0.742)	1.833*** (0.678)
LEVERAGE	-0.980** (0.422)	-0.984** (0.416)	-0.963** (0.447)	-0.965** (0.438)	-1.047** (0.431)	-1.057** (0.423)	-0.862** (0.435)	-0.887** (0.425)
REVGROW	0.589 (0.673)	0.764 (0.625)	0.743 (0.687)	0.716 (0.632)	0.829 (0.676)	0.838 (0.623)	0.703 (0.681)	0.695 (0.626)
SIZE	0.325 (0.247)	0.338 (0.245)	0.436 (0.268)	0.448* (0.263)	0.380 (0.257)	0.394 (0.252)	0.446* (0.266)	0.453* (0.261)
INVEST/SPEC	1.532*** (0.493)	1.572*** (0.492)	1.236** (0.500)	1.302*** (0.496)	1.355*** (0.493)	1.408*** (0.489)	1.257** (0.498)	1.326*** (0.495)
Constant	-1.294 (1.001)	-1.393 (0.990)	-1.699 (1.069)	-1.799* (1.046)	-1.437 (1.029)	-1.538 (1.009)	-1.807* (1.060)	-1.877* (1.037)
2008	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON
2009	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON	OUI	NON
Secteur	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Observations	368	368	325	325	352	352	325	325
Pseudo R2	0.4503384	0.4381	0.4208228	0.3956	0.4299521	0.4103	0.4171562	0.3919

Notes : Le Tableau 2.6 Panel B présente la régression de la résolution de l'agence sur la gestion des bénéfices et l'effet différencié de la crise de 2008-2009 pour les firmes sous OL. ABDAC\_Match représente les « accruals » discrétionnaires estimés par le Modèle de Jones modifié. ABCFO\_Match, ABPROD\_Match, ABEXP\_Match. Représentent respectivement les flux de trésorerie anormaux, la production anormale et les dépenses discrétionnaires anormales estimés selon le modèle de Rowchowdhury (2006) et associées à une gestion réelle des bénéfices. REM1\_Match représente la somme des variables -ABEXP\_Match et -ABCFO\_Match et la variable REM2\_Match la somme des variables ABPROD\_Match et -ABEXP\_Match. Toutes les variables du Tableau 2.6 associées à la gestion des bénéfices ont été ajustées pour la performance selon la méthode du jumelage (Kothari et al., 2005). OL\_RESOLUTION représente la résolution de l'agence suite à la période de surveillance, ROA le rendement de l'actif (Compustat IBCY/AT), LEVERAGE représente le ratio dette divisée par l'actif total (Compustat (DLTT + DLC)/AT), REVGROW, SIZE (Compustat logAT), REVGROW la croissance des revenus, SIZE la taille, 2008 et 2009 sont des variables binaires égales à 1 si la surveillance survient pendant la crise financière de 2008 ou 2009 et 0 autrement, INVEST/SPEC est une variable binaire correspondant à 1 si la notation de l'émetteur appartient à la catégorie investissement et 0 si sa notation appartient à la catégorie spéculative et INDUSTRY correspond au secteur d'activité de la firme sous surveillance. Toutes les variables ont été fenêtrées à 1% et 99% pour éliminer les valeurs extrêmes. \*\*\*, \*\* et \* indiquent la signification statistique à 1%, 5% et 10% respectivement.