

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LA GESTION DES RÉSULTATS DANS LE CONTEXTE CANADIEN DES
FUSIONS-ACQUISITIONS

MÉMOIRE

PRÉSENTÉ

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAÎTRISE EN COMPTABILITÉ, CONTRÔLE, AUDIT

PAR

SOUHA KHALDI

AOÛT 2019

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire 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.07-2011). 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

Au terme de ce travail, je tiens à exprimer ma profonde gratitude pour mon professeur et encadrant M. Denis Cormier pour le temps consacré et les précieux conseils et informations prodigués avec intérêt tout au long de mon parcours.

Mes remerciements vont également à tous les professeurs et chargés de cours que j'ai eu la chance de rencontrer au cours de la maîtrise. Chacun d'entre eux a laissé sa marque et a contribué directement ou indirectement à la réalisation de ce travail.

Finalement, je ne saurais terminer sans exprimer ma profonde gratitude à ma famille et mon mari pour leur soutien constant et inconditionnel ainsi que leurs encouragements.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES TABLEAUX.....	vii
LISTE DES ABRÉVIATIONS, DES SIGLES ET DES ACRONYMES.....	viii
RÉSUMÉ	ix
INTRODUCTION	1
CHAPITRE I MISE EN CONTEXTE ET DÉFINITIONS	3
1.1 Contexte de l'étude.....	3
1.2 Concepts et définitions	5
1.2.1 La loi de Benford	5
1.2.2 La gestion des résultats	9
1.2.2.1 Définitions.....	9
1.2.2.2 Fondements théoriques de la gestion des résultats	10
1.2.2.2.1 L'hypothèse de lissage des résultats	10
1.2.2.2.2 La théorie positive de la comptabilité.....	11
1.2.2.2.3 La gestion par les seuils	12

1.2.2.2.4	Autres explications théoriques.....	13
CHAPITRE II PROBLÉMATIQUE ET OBJECTIFS DE RECHERCHE		15
2.1	Problématique.....	15
2.2	Objectifs de recherche	16
CHAPITRE III REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES DE RECHERCHE.....		17
3.1	La littérature sur les fusions-acquisitions.....	17
3.2	La littérature sur la gestion des résultats	18
3.2.1	La gestion des résultats en général.....	18
3.2.2	La gestion des résultats en contexte de fusions-acquisitions.....	19
3.2.2.1	La gestion des résultats chez la cible	20
3.2.2.2	La gestion des résultats chez l'acquéreuse.....	22
3.2.2.2.1	À l'international	22
3.2.2.2.2	Au Canada.....	24
3.2.2.3	La gestion des résultats et le rachat par les cadres.....	25
3.2.2.4	La gestion des résultats et la qualité de l'information	27

3.3	La loi de Benford et la détection des manipulations comptables dans la littérature.....	29
3.4	Hypothèses de recherche	36
CHAPITRE IV MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE.....		38
4.1	Présentation de l'échantillon	38
4.2	Mesure de la gestion comptable des résultats.....	42
4.2.1	Le modèle de Jones modifié	42
4.2.1.1	Calcul des <i>accruals</i> totaux.....	44
4.2.1.2	Calcul des <i>accruals</i> non discrétionnaires.....	44
4.2.1.3	Calcul des <i>accruals</i> discrétionnaires.....	45
4.2.2	La loi de Benford	46
4.2.2.1	Calcul de la distribution effective des données.....	46
4.2.2.2	Comparaison des distributions effectives avec la distribution de la loi de Benford	48
CHAPITRE V ANALYSE DES RÉSULTATS		50
5.1	Résultats du modèle d'estimation	50
5.1.1	La gestion des résultats en t et t-1	52

5.1.2	La Gestion des résultats et le mode de financement	54
5.1.3	La gestion des résultats et le score ESG	57
5.2	Les résultats de la loi de Benford.....	60
CONCLUSION, LIMITES ET AVENUES DE RECHERCHE		64
BIBLIOGRAPHIE.....		68

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
1.1 Fréquences d'apparition de la loi de Benford.....	7
4.1 Répartition des opérations par secteur.....	41
4.2 Répartition des opérations par année.....	42
5.1 Modèle d'estimation des accruals normaux.....	51
5.2 Test t sur les accruals discrétionnaires.....	53
5.3 Statistiques descriptives de l'échantillon selon le mode de financement.....	55
5.4 Accruals discrétionnaires par période et par mode de financement.....	56
5.5 ESG score : quelques statistiques descriptives.....	58
5.6 Résultat du test t sur les accruals discrétionnaires selon le score ESG.....	59
5.7 Déviations moyennes par rapport aux valeurs prédites par la loi de Benford.....	61
5.8 Synthèse des résultats	63

LISTE DES ABRÉVIATIONS, DES SIGLES ET DES ACRONYMES

AD	<i>Accruals</i> discrétionnaires
AND	<i>Accruals</i> non discrétionnaires
AT	Accruals totaux
C-SOX	Canadian version of the Sarbanes-Oxley Act
ESG	Environmental, Social & Governance
F&A	Fusions et acquisitions
MAD	Mean Absolute Deviation
MBO	Management Buy Out
OPA	Offre Publique d'Achat
S&P TSX	Toronto Stock Exchange index
SOX	Sarbanes-Oxley
SPSS	Statistical Package for Social Sciences
TSX	Toronto Stock Exchange

RÉSUMÉ

Ce mémoire s'intéresse à la gestion des résultats du côté de l'entreprise acquéreuse lors des opérations de fusions-acquisitions. Ce contexte est souvent décrit par la littérature comme étant propice aux manipulations comptables. Afin d'étudier ce phénomène, nous utiliserons ici deux méthodologies différentes, le modèle de Jones et la loi de Benford. Le modèle de Jones constitue une méthodologie largement utilisée dans ce contexte. En contrepartie, la loi de Benford, bien qu'utilisée dans certaines études en comptabilité pour détecter les manipulations comptables, n'a pas encore été utilisée, à notre connaissance, dans le contexte des fusions-acquisitions.

Parmi les principaux résultats observés sur un échantillon de 198 opérations de fusions-acquisitions annoncées entre 2015 et 2017, nous relevons une gestion des résultats durant l'année qui précède l'opération de fusion-acquisition ainsi que durant l'année de l'opération en question. Ce qui est intéressant ici, c'est que ces résultats sont supportés par les deux méthodologies adoptées. Par ailleurs, on observe un niveau de gestion des résultats plus élevé lorsque l'opération est financée par échange d'actions ou par financement mixte (échange d'action et liquidités) que lorsqu'elle est financée par liquidités. Néanmoins, nous ne parvenons pas à conclure que les entreprises ayant un haut score de divulgation présentent un niveau de gestion des résultats moins important. Il est à noter que ces deux derniers résultats n'ont tout de même pas pu être supportés par les deux méthodologies.

Mots clés : gestion des résultats, fusions-acquisitions, manipulations comptables, S&P/TSX, loi de Benford

INTRODUCTION

Il est toujours important de pouvoir se fier à l'information comptable publiée par les entreprises. En contexte de fusions et acquisitions, la fiabilité de l'information comptable devient encore plus importante étant donné que cette dernière va servir de base pour la détermination de plusieurs éléments de la transaction. Ainsi, étant donné l'importance de l'information comptable dans ce cadre, le contexte des fusions-acquisitions est souvent décrit par la littérature comme étant propice aux manipulations comptables.

Les manipulations comptables constituent des pratiques susceptibles de nuire à la fiabilité de l'information publiée. Dans cette étude, l'accent sera mis sur le contexte canadien des fusions-acquisitions afin de déterminer si ce dernier présente des signes de gestion des résultats. Pour ce faire, nous allons recourir entre autres à l'intrigante loi de Benford. Cette loi mathématique qui s'applique à divers domaines mais également aux données comptables et qui est censée détecter les manipulations dans ce cadre.

Plusieurs études se sont intéressées à la gestion des résultats et plus particulièrement dans le contexte des fusions-acquisitions, néanmoins, d'un point de vue méthodologique, ces dernières restent classiques. L'intérêt de cette étude réside dans le fait qu'elle se propose de rapporter cette loi mathématique, qui commence à intéresser de plus en plus les chercheurs dans divers domaines et particulièrement en comptabilité, au contexte des fusions-acquisitions et comparer les résultats avec ces méthodologies classiques.

Pour ce faire, notre document sera structuré en six chapitre. Dans un premier temps, nous allons présenter notre contexte et nous expliquerons les différents concepts clés liés à notre étude. Par la suite, nous détaillerons notre problématique et présenterons nos objectifs de recherche dans le deuxième chapitre. Le troisième chapitre quant à lui sera consacré à la revue de la littérature où nous exposerons les principales études en lien avec notre sujet et qui nous ont permis de poser nos hypothèses. En ce qui concerne la méthodologie, elle sera présentée en détail dans le quatrième chapitre. Ensuite, le cinquième chapitre sera consacré à l'analyse et l'interprétation de nos différents résultats. Pour finir, le dernier chapitre servira comme conclusion ainsi qu'à présenter les différentes limites et avenues de recherche liées à notre étude.

CHAPITRE I

MISE EN CONTEXTE ET DÉFINITIONS

Dans ce chapitre, nous allons présenter le contexte des fusions-acquisitions en général et le contexte canadien en particulier. Ensuite, nous présenterons les différentes notions nécessaires à la compréhension du sujet.

2.1 Contexte de l'étude

Les opérations de fusions-acquisitions constituent une option importante à considérer pour les entreprises désireuses de se développer. Ainsi, ce phénomène n'a cessé de prendre de l'ampleur au cours de ces dernières années probablement grâce à la « libéralisation des mouvements de capitaux, le développement des marchés financiers et l'internationalisation de l'économie et de la réglementation » (Meier et Schier, 2012).

Cette tendance semble bien partie pour se maintenir dans les prochaines années. En effet, d'après le quotidien français Le Figaro, « le marché mondial des fusions et acquisitions pourrait atteindre un pic en 2018 » (Guinot, 2017). En ce qui concerne le contexte canadien, Michel Gallant, associé en conseils financiers chez Deloitte, décrit le marché des fusions-acquisitions comme étant très actif et bouillant (Venne, 2016). D'ailleurs, 2017 a été une année exceptionnelle en matière de fusions-acquisitions au Canada. En effet, ces opérations ont atteint leur plus haut niveau des cinq dernières

années avec 2274 transactions, selon le rapport de Pwc Canada (2018) et il semblerait, toujours selon la même source, que cette tendance se maintiendra en 2018.

Concrètement, les opérations de fusions-acquisitions s'inscrivent dans les politiques de croissance externe des entreprises et correspondent même à l'un des modes de développement les plus répandus de nos jours (Meier et Schier, 2012). Ces opérations sont fondées sur « la prise de contrôle des moyens de production déjà organisés et détenus par des acteurs extérieurs à l'entreprise » (Meier et Schier, 2012). Il s'agit ainsi de contrôler des actifs déjà productifs sur le marché (Mariana, 2010). L'objectif étant d'accroître les parts de marché, générer des effets de synergies, accéder à de nouveaux marchés et de nouvelles technologies (Chalençon, 2011).

Le pourcentage et la modalité de contrôle diffèrent d'une opération à une autre en fonction de l'accord conclu entre les deux parties. En ce qui concerne le financement de l'opération, il peut s'agir d'un financement par liquidité, un financement par échange d'actions ou une combinaison de ces deux modes.

De façon générale, la fiabilité de l'information comptable et financière communiquée par les entreprises est devenue aujourd'hui un sujet de préoccupation majeure après les scandales financiers connus au début des années 2000 (Kandou et Cormier, 2016). Dans un contexte de fusions-acquisitions en particulier, la qualité de l'information comptable est autant plus importante étant donné que cette dernière sert de base à la prise de décision ainsi qu'à la détermination de plusieurs éléments de la transaction et en particulier sa valeur (Djama et Boutant, 2006). Ainsi, au vu de la dynamique actuelle du marché des fusions-acquisitions mondial et canadien, il semblerait que la fiabilité de l'information circulant sur le marché soit une question importante à étudier.

Parmi les pratiques susceptibles de nuire à la qualité de l'information financière, on retrouve la gestion des résultats (Lo, 2008). Cette dernière est définie comme étant une

« intervention délibérée dans le processus d'information financière dans le but de s'approprier des gains personnels » (Schipper, 1989). Dans ce contexte, ce mémoire se propose de tester s'il y a présence de gestion des résultats dans le contexte des fusions-acquisitions au Canada. La particularité de cette étude repose sur le fait qu'elle se base sur deux méthodologies différentes pour étudier la question, à savoir, un modèle d'estimation de la gestion des résultats (méthodologie couramment utilisée dans ce type d'études) et une loi mathématique (la loi de Benford), qui à notre connaissance n'a pas encore été utilisée dans ce contexte bien précis des fusions-acquisitions. Par ailleurs, il semblerait qu'aucune étude en gestion des résultats n'ait utilisé ces deux méthodologies conjointement.

Les deux notions principales liées à ce mémoire, à savoir, la loi de Benford et la gestion des résultats seront présentées dans la suite de cette section.

2.2 Concepts et définitions

2.2.1 La loi de Benford

La loi de Benford est une loi mathématique ayant pour origine une simple observation de la part de l'astronome et mathématicien américain Simon Newcomb. En effet, en 1881, ce dernier avait constaté que les premières pages des tables logarithmiques étaient plus usées que les pages suivantes et que plus on feuilletait les tables moins les pages étaient usées. Étant donné que ces tables étaient alors utilisées pour effectuer divers calculs (multiplications, divisions, extractions de racines, etc.), il en déduit qu'il existerait plus de nombres commençants par le chiffre 1 que par le chiffre 2, plus de nombres commençants par le chiffre 2 que par le chiffre 3 et ainsi de suite (Hill, 1998).

Cette première constatation l'emmena à conclure que tous les chiffres n'avaient pas la même probabilité d'apparition, autrement dit et contrairement à ce qu'on pourrait

intuitivement penser, la fréquence d'apparition du premier chiffre significatif (i.e. le premier chiffre non nul) des nombres présents dans les tables logarithmiques n'était pas uniformément répartie entre les chiffres 1 à 9 (Leemis, Schmeiser et Evans, 2000).

Environ 50 ans plus tard, Benford (1938) a redécouvert cette loi en la testant sur diverses constatations et observations de la vie courante. Un total de 20229 observations avait été testées dans cette étude. Les données étaient de natures très diverses : démographiques, géographiques, scientifiques, etc. À titre d'exemple, on y retrouvait aussi bien les taux de mortalité que les statistiques de baseball ou encore les poids atomiques des éléments. Il ressortait de ce test que le chiffre 1 apparaissait en tant que premier chiffre significatif d'un nombre dans à peu près 30% des cas suivi du chiffre 2 dans à peu près 18% des cas, etc. Le tableau 1.1 présente les différentes fréquences d'apparition par chiffre en fonction de sa position dans le nombre.

Ainsi, contrairement à ce que l'on pourrait intuitivement penser, il a été démontré par ces chercheurs que les chiffres de 1 à 9 n'avaient pas la même probabilité d'apparition, autrement dit, n'avaient pas une fréquence d'apparition de $1/9$ (soit environ 11%) chacun. Cette intuition d'équiprobabilité n'est pas due au hasard mais a bien une explication psychologique. En effet, il est admis en psychologie que « les humains considèrent spontanément que tout ce qui est aléatoire est uniforme » (Gauvrit et Delahaye, 2008, p. 9). On parle dans ce cas de biais d'équiprobabilité en psychologie (Gauvrit et Delahaye, 2008, p. 9). Cela est confirmé par les conclusions apportées par Newcomb et plus tard par Benford.

Aujourd'hui, et bien que cette loi ait été découverte dans un premier temps par Newcomb, le crédit de sa découverte est souvent attribué à Benford, probablement parce que ce dernier l'avait rendue célèbre en procédant à une plus large analyse (Collins, 2017).

Comme exposé précédemment, cette loi prédit la fréquence d'apparition de chaque chiffre dans une série de données, néanmoins, il faut savoir que certaines exceptions s'appliquent. En effet, la loi de Benford ne s'applique pas à des données dont les nombres sont limités par des valeurs maximales, minimales ou toute autre contrainte susceptible de favoriser l'apparition d'un chiffre donné au détriment d'un autre comme par exemple le salaire horaire qui est généralement limité par une valeur minimale (le salaire minimum) ou les poids des individus et leur taille qui sont naturellement compris dans des intervalles (Nigrini 1999). Par ailleurs, la loi ne s'applique pas à des nombres prédéfinis ou qui suivent une suite logique tels que les numéros d'assurance sociale, les codes postaux, les numéros de comptes bancaires, les numéros de téléphone, etc. (Nigrini 1999).

Tableau 1.1 Les fréquences théoriques de la loi de Benford

Chiffre	Position dans le nombre			
	1 ^{er}	2 ^{ème}	3 ^{ème}	4 ^{ème}
0		0.11968	0.10178	0.10018
1	0.30103	0.11389	0.10138	0.10014
2	0.17609	0.10882	0.10097	0.10010
3	0.12494	0.10433	0.10057	0.10006
4	0.09691	0.10031	0.10018	0.10002
5	0.07918	0.09668	0.09979	0.09998
6	0.06695	0.09337	0.09940	0.09994
7	0.05799	0.09035	0.09902	0.09990
8	0.05115	0.08757	0.09864	0.09986
9	0.04576	0.08500	0.09827	0.09982

Source: Nigrini, M.J. 1996. A taxpayer compliance application of Benford's Law. The Journal of the American Taxation Association. 18, Spring:72-91.

*Le nombre 147 a trois chiffres, avec le chiffre 1 dans la première position, le chiffre 4 dans la deuxième et le chiffre 7 dans la 3ème.

^b La table indique que d'après la loi de Benford, la proportion espérée des nombres ayant le chiffre 1 en première position correspond à 0.30103 et le chiffre 7 en troisième position à 0.09902.

Mais quelle est alors l'utilité de cette loi?

Si les séries de données sont censées suivre naturellement une distribution préétablie alors un éloignement de cette distribution pourrait sous-entendre l'existence d'anomalies. Ces anomalies pourraient aussi bien correspondre à une fraude, une manipulation (e.g. la gestion des résultats) ou tout simplement une erreur. L'idée derrière cela est que du moment qu'une série de données, naturellement générée, n'a pas connu une intervention humaine (e.g. une manipulation) elle devrait suivre la loi de Benford (Bonache et Maurice, 2010).

Concrètement, la loi permettrait de détecter les fraudes électorales. Elle est utilisée par exemple par le canton de Genève pour détecter les fraudes lors des votations (Schütz, 2013). La loi de Benford permettrait également de détecter les fraudes fiscales, ce qui lui a valu d'être utilisée par le fisc américain (Bonache et Moris, 2010).

La loi de Benford s'appliquerait également aux données comptables, aussi bien à l'échelle microéconomique que macro-économique. À l'échelle macroéconomique par exemple, Rauch, Götttsche, Brähler et Engel (2011) ont procédé à l'analyse des données comptables des pays membres de l'union européenne à l'aide de la loi de Benford. Les résultats indiquaient la Grèce comme étant le pays dont les données comptables s'éloignaient le plus de cette loi. En tenant compte du fait que la Grèce ait été accusée d'avoir maquillé ses comptes pour pouvoir intégrer la zone euro (Rauch *et al.*, 2011), ceci accorde plus de crédit à cette loi d'autant plus que son utilisation aurait pu prédire et surtout éviter les crises qui s'en sont suivies si une analyse des données comptables grecques, à l'aide de la loi de Benford, avait été réalisée plus tôt.

Comme mentionné précédemment, un éloignement de la distribution la loi de Benford pourrait sous-entendre l'existence d'anomalies, que ce soit en raison d'une présence de fraude, de gestion des résultats ou autres. Dans ce mémoire, l'accent sera mis sur la gestion comptable des résultats, en particulier dans le contexte des fusions acquisitions au Canada.

2.2.2 La gestion des résultats

2.2.2.1 Définitions

La gestion des résultats se manifeste, d'après Healy et Wahlen (1999), lorsque les responsables utilisent leur jugement personnel dans la production des états financiers ainsi que dans le montage des opérations et ce dans l'objectif de tromper certaines parties prenantes sur la véritable performance économique de l'entreprise ou pour influencer les retombées liées à l'annonce des résultats.

De façon générale, il s'agit de profiter d'une certaine latitude offerte par le normalisateur aux gestionnaires (Healy et Wahlen, 1999) en leur laissant le choix parmi plusieurs méthodes de comptabilisation par exemple. Cela leur permet d'influencer et de façonner l'information comptable dans le respect du cadre légal (Mard, 2004).

Concrètement, la gestion comptable des résultats se manifeste à travers des écritures, n'ayant aucune incidence directe sur les flux de trésorerie et ce par le biais des « *accruals* ». Ces derniers correspondent à « la différence entre la comptabilité d'exercice et la comptabilité de caisse » (Cormier, Magnan et Morard, 1998, p. 28). Les *accruals* reflètent également la discrétion des dirigeants en matière de choix et d'estimations comptables (Kandou et Cormier, 2016).

2.2.2.2 Fondements théoriques de la gestion des résultats

2.2.2.2.1 L'hypothèse de lissage des résultats

L'hypothèse de lissage des résultats est l'une des premières explications apportées par la littérature pour expliquer les choix comptables des dirigeants et notamment la gestion des résultats. Le lissage des résultats est défini par Chalayer Rouchon (1995) comme étant un cas particulier de manipulation de l'information financière et représente, toujours selon le même auteur, un ensemble de pratiques volontairement appliquées dans le but de présenter des résultats avec une variance réduite. Dans ce contexte, le lissage des résultats est tout simplement défini par Stolowy et Breton (2004) comme étant « la réduction de la variance des résultats publiés ». D'après cette hypothèse, les dirigeants chercheraient donc principalement, en gérant les résultats, à présenter aux différents utilisateurs des états financiers des résultats stables dans le temps.

Ainsi, la motivation principale derrière ces choix est de minimiser la volatilité du bénéfice. En effet, la volatilité est souvent associée à un risque plus élevé sur les marchés, ainsi, l'objectif ici est de réduire le risque perçu. En effet, il semblerait que les investisseurs soient plus intéressés à investir dans les entreprises stables et seraient même prêts à payer plus cher pour ces firmes (Chalayer Rouchon, 1995).

L'influence positive du lissage sur la valeur de l'entreprise serait donc, dans ce contexte, la principale motivation derrière cette forme de gestion des résultats. De ce fait, cette hypothèse écarte de potentielles considérations personnelles des dirigeants ainsi qu'un possible comportement opportuniste (Cormier *et al.*, 1998).

Néanmoins, la littérature considère le lissage du bénéfice comme expliquant la gestion des résultats dans le cas où il n'y aurait pas d'autres considérations, notamment contractuelles (Cormier *et al.*, 1998).

Dans la littérature, la théorie positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986, 1990) et la notion gestion par les seuils (Burgstahler et Dichev, 1997) apportent d'autres explications à ces choix comptables.

2.2.2.2.2 La théorie positive de la comptabilité

L'objectif principal de la théorie positive de la comptabilité est de prédire et d'expliquer les pratiques comptables des dirigeants (watts et zimmerman 1986).

L'introduction de la démarche positive s'est caractérisée par « la redéfinition de la relation chercheur-objet de recherche et l'exigence d'une validation empirique de toute proposition théorique » (Casta, 2009). Cette théorie développée par Watts et Zimmerman (1986) permet de formuler trois types d'hypothèses : une hypothèse sur la rémunération, une hypothèse sur la dette et une hypothèse sur les coûts politiques.

L'hypothèse sur la rémunération stipule que les managers bénéficiant de contrats d'intéressements sont plus enclins à choisir des procédures comptables permettant de transférer les résultats des périodes futures vers la période courante (Watts et Zimmerman, 1986). L'objectif ici étant d'augmenter leur richesse.

L'hypothèse sur la dette stipule que plus une entreprise est endettée (l'endettement ici est mesuré par le ratio dettes/fonds propres) plus elle choisira des procédures comptables permettant de transférer les bénéfices des périodes futures vers la période actuelle (Watts et Zimmerman, 1986). L'objectif ici est de respecter ses clauses contractuelles.

Enfin, l'hypothèse sur les coûts politiques est souvent liée à la taille de l'entreprise. En effet, cette hypothèse stipule que les entreprises de grandes tailles vont chercher à

diminuer leurs résultats (Watts et Zimmerman, 1986) et ce pour des considérations fiscales.

Néanmoins, la théorie positive de la comptabilité n'est pas exempte de critiques. En effet, alors que les études comptables étaient principalement d'ordre normatif (Casta, 2009), la théorie positive est venue « écarter » la théorie comptable normative la considérant comme « non scientifique » (Jeanjean, 1999). Cette attitude est aujourd'hui critiquée, en effet, plusieurs auteurs insistent sur la complémentarité de ces deux courants (Jeanjean, 1999). Par ailleurs, le cadre conceptuel de la théorie positive est également critiqué. En effet, bien que considéré pertinent, il conviendrait selon la littérature d'y apporter quelques ajustements et particulièrement de prendre en considération les évolutions de la théorie de l'agence notamment les notions d'enracinement, de gouvernement d'entreprise, etc. (Jeanjean, 1999). Enfin, la recherche comptable suggère également de prendre en compte certains éléments susceptibles d'améliorer la validation des hypothèses notamment en ce qui concerne l'instrumentalisation des variables ainsi que la définition des liens entre ces variables (Jeanjean, 1999).

Pour résumer, à côté de l'hypothèse du lissage des résultats dont l'objectif est de présenter des résultats stables dans le temps, la théorie positive de la comptabilité apporte d'autres objectifs et considérations. Dans ce contexte, la gestion des résultats est réputée répondre à des objectifs de minimisation des coûts politiques, de minimisation des coûts de financement et de maximisation de la richesse des dirigeants (Cormier *et al.*, 1998). Néanmoins, il semble d'après la littérature y avoir d'autres considérations notamment dans le cadre de ce que l'on appelle la gestion par les seuils.

2.2.2.2.3 La gestion par les seuils

La théorie apporte d'autres explications et motivations liées à la gestion des résultats, à côté de celle apportées par l'hypothèse de lissage des résultats et la théorie positive notamment à travers la gestion par les seuils. Dans ce contexte, on considère que la gestion des résultats vise principalement à atteindre certains seuils de résultats. Les principaux seuils relevés par la littérature correspondent au seuil du résultat nul, le seuil des variations nulles et le seuil des erreurs nulles de prévisions (Jeanjean, 2001).

Les seuils du résultat nul et des variations nulles ont été d'abord relevés par Burgstahler et Dichev (1997) dans leur étude sur la dispersion des résultats comptables des entreprises américaines. Les auteurs présentent le seuil du résultat nul comme étant une situation où les entreprises vont éviter de publier de faibles pertes. En contrepartie, le seuil des variations nulles correspond au fait de vouloir éviter de publier de faibles baisses de résultat.

Le troisième seuil a été révélé par l'étude de Degeorge, Patel et Zeckhauser (1999). Dans ce contexte, les auteurs présentent ce seuil comme étant celui qui permet d'éviter de présenter des résultats légèrement en deçà des attentes des analystes. Ces travaux sont considérés comme précurseurs de la recherche actuelle sur les seuils et ont permis de poser « les bases conceptuelles et méthodologiques du sujet » (Vidal, 2010).

2.2.2.2.4 Autres explications théoriques

À côté des explications présentées précédemment, Healy et Wahlen (1999) considèrent également les contraintes réglementaires entourant l'activité de l'entreprise comme motivation derrière la gestion des résultats. Ainsi, toujours selon les mêmes auteurs, les dirigeants gèreraient également les résultats dans le but de se conformer aux réglementations.

Par ailleurs, toujours d'après Healy et Wahlen (1999), il y aurait également une explication liée aux marchés des capitaux. En effet, étant donné que les résultats comptables sont utilisés par le marché afin d'estimer la valeur boursière de l'entreprise, cela inciterait les dirigeants à gérer les résultats afin d'influencer la performance boursière. Pour simplifier, étant donné que dans cette recherche nous allons étudier les cas de fusions-acquisitions réalisées par les entreprises de l'indice boursier S&P TSX, nous partons de l'idée que les entreprises initiatrices de ces opérations auront tendance à gérer les résultats au cours des périodes précédant l'annonce de l'opération afin d'influencer sur la valeur boursière et ainsi être en meilleure position pour les négociations. Ainsi, nous estimons que cette dernière explication apportée par Healy et Wahlen (1999) est celle qui rentre le mieux dans le cadre de notre étude.

CHAPITRE II

PROBLÉMATIQUE ET OBJECTIFS DE RECHERCHE

3.1 Problématique

Après l'année record qu'a connue le marché des fusions-acquisitions (F&A) en 2015, ces opérations restent toujours d'actualité et continuent leur expansion. En effet, le début de l'année 2017 a été très mouvementé en termes de F&A notamment entre les États-Unis et l'Europe où les fusions-acquisitions ont connu leur plus haut niveau depuis au moins 2007 (Barbaglia, 2007). Par ailleurs, la tendance semble s'être étendue à l'échelle internationale. Au Canada en l'occurrence, les F&A semblent être en plein essor avec une augmentation de 28% du volume des transactions durant les 3 premiers trimestres de 2017 comparativement à la même période en 2016 (PWC Canada, 2018). Dans ce contexte, l'information comptable apparaît comme étant un élément central de ces opérations notamment en raison du fait qu'elle serve entre autres à fixer la valeur de la transaction (Djama et Boutant, 2006). Ainsi, ce cadre peut paraître propice à certaines pratiques opérées par les gestionnaires telle que la gestion des résultats. En effet, étant donné que « les résultats comptables sont utilisés par les banquiers d'affaires pour l'évaluation des entreprises ainsi que par les tribunaux pour juger de l'équité de l'évaluation » (Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007), les gestionnaires désirant influencer l'évaluation comptable de l'entreprise pourraient être tentés de manipuler les résultats (Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007). Ainsi, une gestion à la hausse des

résultats, pourrait conférer à l'entreprise initiatrice (objet de notre étude), une position privilégiée dans les négociations.

Dans un contexte où la fiabilité de l'information financière constitue de plus en plus une préoccupation majeure, notamment après les scandales financiers de ces dernières années, il apparaît nécessaire de se montrer prudents face à certaines pratiques des dirigeants, en l'occurrence la gestion des résultats surtout qu'une gestion excessive des résultats est susceptible d'entraîner une fraude (F. Lin et Wu, 2015), influencer la qualité des résultats (Lo, 2008) ou encore augmenter le risque de faillite (Johnson, 2009). Ainsi, être en mesure de détecter ces manipulations s'avère très important.

3.2 Objectifs de recherche

Dans ce cadre, l'objectif de cette étude est d'enrichir la littérature au sujet des manipulations comptables dans le contexte de fusions-acquisitions en étudiant la question avec une autre méthodologie. En effet, plusieurs recherches se sont intéressées aux manipulations comptables dans divers contextes. La plupart de ces études recouraient aux modèles d'estimations, par exemple, le modèle de Jones (1991) afin de mesurer cette gestion des résultats. D'un autre côté, on retrouve certaines études ayant ramené la loi de Benford au domaine comptable, néanmoins, aucune étude à notre connaissance n'a été réalisée dans un contexte de fusions-acquisitions bien que, comme exposé précédemment, ce dernier soit considéré comme étant propice à la gestion des résultats.

Concrètement, il s'agira de déterminer si le contexte canadien des fusions-acquisitions présente des signes de gestion des résultats et si les deux méthodologies utilisées présentent des résultats similaires. Les résultats pourraient amener les autorités à mettre davantage de contrôles sur l'information financière circulant lors de ces opérations.

CHAPITRE III

REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES DE RECHERCHE

Cette section sera structurée comme suit : dans un premier temps nous allons survoler rapidement les études réalisées dans le contexte des fusions-acquisitions de façon générale. Ensuite, nous aborderons plus spécifiquement les principales études portant sur la gestion des résultats dans le contexte précis de notre étude. Enfin, nous présenterons les principales études réalisées pour détecter la gestion des résultats en recourant à la loi de Benford.

4.1 La littérature sur les fusions-acquisitions

Plusieurs types de recherches scientifiques se sont intéressées au contexte des fusions-acquisitions. Parmi les principaux sujets traités on retrouve la question de la performance et le rendement généré par ces opérations. Dans ce contexte, plusieurs auteurs semblent démontrer que la performance n'est pas toujours au rendez-vous lors de ces opérations. Certains auteurs démontrent même des taux d'échec dépassant les 50% (Buckley et Ghauri, 2002; Cartwright et Schoenberg, 2006).

Toujours dans le cadre de la performance et du rendement, de façon générale, les recherches ont démontré des effets positifs pour les actionnaires de la cible contrairement à l'acquéreuse. En effet, les effets de ces opérations sur l'acquéreuse seraient non significatifs voire négatifs (Chalençon, 2011).

Cela a poussé plusieurs auteurs à se questionner sur les raisons de cet engouement vis-à-vis de ces opérations alors que la rentabilité ne semble pas forcément au rendez-vous. Dans ce contexte, Hoberg et Phillips (2010) retiennent la réalisation de synergies comme motivation principale derrière le recours à une opération de fusions-acquisitions. D'autres auteurs considèrent qu'à côté de la réalisation de synergies, les avantages fiscaux constituent également des motivations prépondérantes dans la prise de décision (Devos, Kadapakkam et Krishnamurthy, 2008).

Par ailleurs, il a été démontré que ce choix relève souvent d'une décision opportuniste des dirigeants. En effet, ces derniers auraient tendance à mettre en place des stratégies de « construction d'empire et d'enracinement » (Chalençon, 2011). Ainsi, il semblerait que les dirigeants jouent un rôle prépondérant dans ce contexte. D'ailleurs, notre étude s'intéresse à la gestion des résultats, qui est définie comme étant l'intervention délibérée des dirigeants dans le processus comptable à des fins personnelles (Schipper, 1989). La section qui suit abordera plus en détail les principales études sur la gestion des résultats et ses motivations.

4.2 La littérature sur la gestion des résultats

4.2.1 La gestion des résultats en général

De façon générale, les études sur la gestion des résultats se proposent d'étudier les motivations ainsi que les comportements des différents acteurs.

Parmi les principaux intervenants on retrouve les dirigeants. La littérature relève la minimisation du coût du capital (Dechow, Sloan et Sweeney, 1996; Watts et Zimmerman, 1986), la maximisation de la richesse (Balsam, 1998; Guidry, Leone et Rock, 1999; Watts et Zimmerman, 1978) et le respect des clauses de la dette comme

principales motivations derrière la gestion des résultats comptables (H. DeAngelo, DeAngelo et Skinner, 1994; Watts et Zimmerman, 1986).

Néanmoins, la littérature sur la gestion des résultats, ne s'est pas limitée à l'étude des motivations des dirigeants mais s'est aussi intéressée aux effets et aux gains que ces pratiques pourraient avoir sur d'autres acteurs. Dans ce contexte, la littérature relève une augmentation de richesse pour les actionnaires (Teoh, Welch et Wazzan, 1999) avec une augmentation de la valeur des actions sur le marché, une réduction des coûts de capital (Schipper, 1989) et une stabilisation des dividendes (Kasanen, Kinnunen et Niskanen, 1996).

Au niveau des salariés, on relève principalement la conservation de l'emploi ainsi que l'augmentation de leur rémunération comme conséquences de la gestion des résultats (Liberty et Zimmerman, 1986).

Cette section avait pour but de présenter brièvement les études en gestion des résultats de façon générale. Dans la partie qui suit nous allons nous attaquer au vif du sujet, à savoir la gestion des résultats en contexte de fusions-acquisitions.

4.2.2 La gestion des résultats en contexte de fusions-acquisitions

Les travaux académiques traitant des manipulations comptables en contexte de fusions-acquisitions se sont surtout concentrées sur la détection d'une gestion des résultats l'année précédant l'annonce de l'opération. Ces travaux se distinguent selon l'acteur de ces opérations à savoir l'entreprise acquéreuse ou la cible de l'opération.

Le contexte des propositions de rachat de l'entreprise par les cadres dirigeants (MBO) est un contexte considéré par la littérature comme étant propice à la gestion des résultats et dont les caractéristiques se rapprochent beaucoup de celui des fusions-acquisitions.

Nous allons donc également passer en revue les principales études et conclusions liées à ce contexte.

4.2.2.1 La gestion des résultats chez la cible

Comme nous allons le voir plus tard pour l'entreprise acquéreuse, les études réalisées du côté de la cible de l'opération de fusion-acquisition ont pour objectif de déterminer si ces entreprises recourent à une gestion des résultats en anticipation d'une potentielle offre.

Dans ce contexte, et dans une étude réalisée aux États-Unis, Groff et Wright (1989) démontrent que leur échantillon de 79 entreprises ayant été la cible d'une offre publique d'achat entre 1975 et 1979, choisissent davantage de méthodes de comptabilisation augmentant leurs résultats l'année précédant l'offre que l'échantillon de contrôle, composé d'entreprises n'ayant pas été la cible de ces offres. Ainsi, en anticipation d'une potentielle offre, cette étude démontre que les entreprises cible d'OPA gèrent leurs résultats à la hausse. Ces résultats sont plus tard confirmés par une étude réalisée dans le même contexte. Dans cette étude Christie et Zimmerman (1994) utilisent un échantillon plus large (543 entreprises) et concluent de l'existence d'une gestion des résultats entourant les opérations de fusions-acquisitions chez la cible. Les résultats de ces deux études ont été déterminés à partir de l'analyse de trois choix comptables à savoir : la méthode d'amortissement retenue, l'évaluation des stocks et la comptabilisation des crédits d'impôts sur investissement.

Toujours dans le contexte américain, les résultats de l'étude de Easterwood (1998) confirment ceux de Christie et Zimmerman (1994) et Groff et Wright (1989). Néanmoins, Easterwood (1998) a adopté une méthodologie différente pour détecter la présence de gestion des résultats à savoir deux modèles d'estimation : la version modifiée du modèle de Jones (1991) et le modèle de DeAngelo (1986). Les résultats

de Easterwood (1998) démontrent l'existence de gestion des résultats à la hausse chez la cible l'année précédant l'offre. Easterwood (1998) soutient que l'augmentation des résultats améliore le prix du marché avant l'offre des soumissionnaires, ce qui conduit à un niveau de prime d'acquisition favorable.

Les résultats exposés précédemment pourraient nous porter à croire que la question de la gestion des résultats chez la cible est tranchée. Néanmoins, on retrouve des études qui fournissent des résultats divergents. En effet, Erickson et Wang (1999) dans leur analyse réalisée sur un échantillon d'opérations complétées entre 1985 et 1990 aux États-Unis ne parviennent pas à conclure de l'existence de gestion des résultats dans ce contexte. En Australie, Edey et Taylor (1999) ont examiné la question en prenant en considération les recommandations des dirigeants de la cible. En effet, les auteurs partent de l'hypothèse que des dirigeants opposés à l'offre devraient gérer à la hausse les résultats pour convaincre les actionnaires que le prix offert n'est pas intéressant par rapport aux résultats de l'entreprise. En contrepartie, les dirigeants recommandant l'acceptation de l'offre devraient gérer à la baisse les résultats en vue de faciliter le déroulement de l'opération. Néanmoins, les résultats de cette étude sont à l'effet que les dirigeants en faveur du rejet de l'offre gèrent plutôt leurs résultats à la baisse alors que les entreprises dont les dirigeants recommandent l'acceptation de l'offre présentent une gestion à la baisse mais non significative. Ainsi, globalement les auteurs n'arrivent à conclure de l'existence d'une gestion des résultats que pour les entreprises dont les dirigeants sont favorables à l'offre.

De leur côté et dans une étude réalisée sur un échantillon d'opérations complétées entre 1990 et 1997, North et O'Connell (2002) ont testé l'hypothèse de la gestion des résultats à la hausse dans le but de maximiser le nombre d'actions que vont obtenir les actionnaires de la cible. Pour ce faire, l'échantillon a été décomposé en fonction du mode de paiement. Les résultats ne sortent significatifs que pour les opérations

financées par échange d'actions. En effet, la gestion des résultats dans ce contexte viserait à maximiser le nombre d'actions que vont obtenir les actionnaires de la cible ce qui expliquerait la non significativité des résultats pour les opérations financées par liquidités. Nous allons voir par la suite que la question du mode de financement est également importante pour les sociétés acquéreuses.

4.2.2.2 La gestion des résultats chez l'acquéreuse

4.2.2.2.1 À l'international

Parmi les premières études ayant été réalisées sur la gestion des résultats en contexte de fusions-acquisitions, on retrouve l'étude d'Erickson et Wang (1999). Dans cette étude, les auteurs ont voulu examiner la question pour les fusions financées par échange d'actions. Pour ce faire, un échantillon de 55 fusions réalisées par des entreprises américaines entre 1985 et 1990 ont été analysées. Il ressort de cette recherche que les sociétés acquéreuses recourent à une gestion des résultats à la hausse durant les trimestres précédant l'opération et particulièrement durant le trimestre qui précède directement l'annonce. D'après les auteurs, l'objectif d'une telle pratique dans ce contexte est d'augmenter la valeur de l'entreprise acquéreuse dans le but d'influencer le ratio d'échange. En effet, plus la valeur de l'acquéreuse est élevée lors de la négociation de la fusion, moins celle-ci aura à émettre de nouvelles actions en échange du rachat de la cible. Minimiser le nombre d'actions échangées évitera ainsi de diluer les résultats ainsi que le pouvoir des actionnaires existants (Erickson et Wang, 1999). Par ailleurs, il ressort de cette étude que l'ampleur de la gestion des résultats ici est positivement liée à la taille de l'opération.

Toujours aux États-Unis, l'étude de Louis (2004) présente des résultats conformes avec ceux de Erickson et Wang (1999). En effet, l'analyse des opérations de fusions réalisées aux États-Unis entre 1992 et 2000 (373 opérations au total) indique une présence de

gestion des résultats à la hausse lors du trimestre précédant l'annonce de l'opération financée par échange d'actions et ce à travers une présence significative d'*accruals* anormaux (i.e., ajustements comptables aux cash-flows anormaux) au cours de cette période. La particularité de cette étude réside dans le fait que, contrairement à celle de Erickson et Wang (1999), n'analyse pas uniquement les opérations financées par échange d'actions, mais intègre également les opérations financées par liquidités. Néanmoins, les résultats sont à l'effet que le niveau d'*accruals* anormaux liés aux opérations financées par liquidités ressort statistiquement non significatif.

Il est à noter que les États-Unis constituent un contexte important à étudier étant donné qu'il s'agit du premier marché mondial de fusions-acquisitions, avec notamment une part de 38% des opérations de fusions-acquisitions enregistrées en 2017 d'après un article paru dans *Option Finance* (« Un marché européen très dynamique au 4^e trimestre », 2018). Par ailleurs, dans le classement des plus grands marchés, les États-Unis sont suivis de près par le Royaume-Uni, considéré comme étant le deuxième plus gros marché mondial des fusions-acquisitions (Botsari et Meeks, 2008).

Ainsi, le contexte anglais a également intéressé les chercheurs et on retrouve également des études ayant été réalisées dans ce contexte précis. Les résultats à ce niveau-là semblent concorder avec les études précédemment mentionnées. En effet, à travers l'analyse de 42 opérations de fusions-acquisitions réalisées au Royaume-Uni entre 1997 et 2001, Botsari et Meeks (2008) relèvent une gestion des résultats à la hausse durant l'année précédant immédiatement l'annonce de l'opération. Les résultats indiquent même une possibilité que la gestion des résultats commence encore plus tôt, soit deux ans avant l'annonce. Il est à noter que les opérations en question correspondent ici également à des opérations financées par échange d'actions.

Cette tendance semble également s'observer dans d'autres contextes. En effet, dans leur étude réalisée en Malaisie, Abdul Rahman et Abu Bakar (2002) ont analysé les données des acquéreuses cotées à la bourse de Kuala Lumpur ayant lancé des opérations de fusions-acquisitions entre 1991 et 2000. L'échantillon comprenait aussi bien des opérations ayant été financées par échange d'actions que par liquidités. Les résultats n'indiquent pas de gestion des résultats pour les opérations financées par liquidités contrairement aux opérations financées par échange d'actions où les auteurs relèvent une gestion des résultats lors de l'année précédant l'annonce.

Au Japon, Higgins (2013) a également examiné cette question. Dans ce contexte, l'analyse de 133 opérations de fusions-acquisitions réalisées par des entreprises cotées à la bourse de Tokyo entre 1994 et 2004 apporte les mêmes conclusions que les études précédemment énoncées, dans un contexte où la majorité des opérations sont financées par échange d'actions.

Ainsi, ces études font ressortir le contexte des fusions-acquisitions au niveau international comme étant propice à la gestion des résultats et particulièrement lorsque l'opération est financée par échange d'actions, toutefois, il existe certaines études (bien que peu nombreuses) ayant retrouvé des résultats différents. À titre d'exemple, Heron et Lie (2002) ne retrouvent pas de signe de gestion des résultats suite à leur analyse d'un échantillon de 657 firmes américaines ayant réalisé des acquisitions entre 1985-1997.

Maintenant, après avoir survolé les principales études internationales, nous allons nous intéresser particulièrement au contexte de notre étude, à savoir, le contexte canadien. La section suivante détaillera ainsi les principaux résultats et conclusions apportées par les études réalisées dans ce contexte.

4.2.2.2.2 Au Canada

Au Canada, on retrouve l'étude de Francoeur et Rakoto (2006) qui s'est intéressée aux opérations de fusions-acquisitions réalisées entre 1990 et 2000. Les auteurs ont voulu tester une éventuelle présence de gestion des résultats à la hausse durant la période précédant l'annonce de l'opération. Il ressort de cette étude que l'ampleur de la gestion des résultats est deux fois plus importante lorsque l'opération est financée par échange d'actions que lorsque celle-ci est payée en espèce.

Plus récemment, on retrouve l'étude de Kandou et Cormier (2016) qui s'est également intéressée au mode de financement des opérations de fusions-acquisitions (échange d'actions vs liquidités) ainsi que la relation qu'il pourrait avoir avec la gestion des résultats dans ce contexte. De cette étude ressortent des résultats semblables à ceux de Francoeur et Rakoto (2006) avec une relation positive et significative entre les *accruals* discrétionnaires et le financement de la transaction par échange d'actions.

Ainsi, les études réalisées dans le contexte canadien font ressortir des résultats similaires aux études réalisées à l'international avec une présence de gestion des résultats autour de ces opérations et plus particulièrement lorsque cette dernière est financée par échange d'actions.

Avant de présenter nos hypothèses de recherche, nous allons passer brièvement en revue les résultats des études réalisées sur la gestion des résultats lors des opérations de rachat par les cadres (MBO), contexte dont les caractéristiques semblent beaucoup se rapprocher des celles du contexte des fusions-acquisitions.

4.2.2.3 La gestion des résultats et le rachat par les cadres

Le contexte des MBO est un contexte qui se rapproche beaucoup du contexte des fusions-acquisitions sauf que dans ce cas le rachat est effectué par les cadres des entreprises. Ainsi, les enjeux pour les dirigeants pourraient être encore plus importants

dans ce contexte. En effet, les dirigeants pourraient être tentés de gérer à la baisse les résultats durant la période précédant le rachat en vue de payer le prix le plus bas possibles aux actionnaires (Missonier-Piera et Ben-Amar, 2007). Nous allons voir dans cette section si les études réalisées dans ce contexte confirment cette idée de départ.

Dans une étude réalisée aux États-Unis sur un échantillon de 64 MBO réalisées entre 1973 et 1982, DeAngelo (1986) ne parvient pas à conclure de l'existence de gestion des résultats durant la période précédant cet événement rejetant ainsi l'hypothèse d'une gestion systématique des résultats avant les MBO. Néanmoins, il faut savoir que la méthodologie adoptée par DeAngelo (1986) était très simple. En effet, il s'agissait de considérer que les *accruals* de l'exercice en cours devraient correspondre aux *accruals* de l'exercice précédent. Cela a poussé Perry et Williams (1994) à réexaminer la question en utilisant une méthodologie plus poussée. L'étude a été réalisée avec un échantillon plus large d'opérations (175 MBO), réalisées aux États-Unis entre 1981 et 1988 et la méthodologie utilisée était le modèle d'estimation des *accruals* de Jones (1991). Les auteurs font ressortir des résultats différents de l'étude de DeAngelo (1986). En effet, les résultats sont à l'effet que les dirigeants des entreprises qui font l'objet de propositions de MBO gèrent systématiquement leurs résultats à la baisse durant l'année précédant l'annonce de l'opération. Le même constat est relevé par la suite par Wu (1997) sur un échantillon de 87 MBO réalisés aux États-Unis entre 1980 et 1987 mais en utilisant une autre mesure de la gestion des résultats à savoir « le changement des résultats ajusté au niveau de l'industrie » (Wu, 1997).

En France, Le Nadant (1999), en utilisant le modèle simple de DeAngelo (1986), n'observe pas non plus de gestion des résultats par les dirigeants des entreprises faisant l'objet de MBO entre 1994 et 1997.

Ainsi, dans ce contexte, il semblerait que la question de la gestion des résultats ne soit toujours pas tranchée.

Après avoir survolé les principales études sur la gestion des résultats en contexte de fusions-acquisitions ainsi que celles réalisées dans un contexte connexe (celui du rachat par les cadres), il semblerait que la gestion des résultats soit bien présente dans ce contexte d'après la majorité des études. Maintenant, la question que l'on pourrait se poser est quel est le risque derrière une telle gestion. La réponse à cette question semble claire d'après les auteurs : une gestion excessive des résultats nuit à la qualité de l'information circulant sur le marché (Lo, 2008). Ainsi, notre revue ne pourrait être complète sans examiner les études ayant été réalisées sur la qualité de l'information financière. L'objectif ici est de voir surtout si une meilleure qualité de l'information apporte moins de gestion des résultats et vice-versa.

4.2.2.4 La gestion des résultats et la qualité de l'information

Dans la littérature, la gouvernance d'entreprise est souvent liée à une meilleure qualité de l'information financière. Ainsi, plusieurs travaux démontrent qu'une bonne gouvernance apporte une meilleure qualité d'information divulguée (Lin et Hwang, 2010). En effet, les auteurs soutiennent qu'une bonne gouvernance d'entreprise atténue le degré de gestion des résultats et améliore la qualité de l'information financière (Beasley, Carcello, Hermanson et Lapedes, 2000; Warfield, Wild et Wild, 1995). Ainsi, des variables de gouvernance et de qualité de l'information sont introduites afin de capter leurs effets sur la gestion des résultats. Dans ce contexte, il semblerait que la surveillance exercée par le conseil joue un rôle important afin de limiter le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et obliger les entreprises à faire preuve de plus de transparence dans leur communication (Eng et Mak, 2003; Fama, 1980).

Dans ce contexte, on retrouve également l'étude de Ghosh *et al.* (2010) qui mettent en exergue la taille du conseil d'administration comme facteur de gouvernance. Il ressort de cette étude que les conseils de petite taille ont plus d'*accruals* discrétionnaires que les conseils de grande taille. Ce même constat est relevé par Cormier, Houle et Ledoux (2013) qui trouvent également une relation négative entre la taille du conseil et le niveau d'*accruals* discrétionnaires. Une autre variable de gouvernance a été étudiée par (Cormier *et al.*, 2013) à savoir, l'indépendance des administrateurs, dans ce contexte, les auteurs ne relèvent pas d'association significative entre le pourcentage d'administrateurs indépendants et les *accruals* discrétionnaires.

Par ailleurs, il existe d'autres variables mesurant la qualité de la divulgation et la gouvernance utilisées dans la littérature. On retrouve par exemple les scores de divulgation. Dans ce contexte, le score ESG est beaucoup utilisé dans les recherches. Il s'agit d'un score qui mesure la transparence des entreprises au niveau de la divulgation environnementale, sociale et de gouvernance. Ce score varie de 0, pour les entreprises qui ne divulguent aucune donnée ESG, à 100, pour les entreprises qui divulguent tous les points ESG collectés (Ioannou et Serafeim, 2017). Ce score est utilisé dans divers types de recherches, on retrouve par exemple des recherches qui étudient la relation entre le score ESG et la performance boursière des entreprises (Sahut et Pasquini-Descomps, 2015). Dans notre étude, nous allons l'utiliser afin de déterminer si un bon score de divulgation est synonyme de moins de gestion des résultats.

Pour résumer, plusieurs auteurs s'accordent à dire qu'une bonne gouvernance exercée par le conseil peut avoir un impact sur la qualité des résultats, particulièrement dans le contexte des fusions-acquisitions où il existe des incitatifs à gérer les résultats (Easterwood, 1998; Erickson et Wang, 1999; North et O'Connell, 2002).

Dans cette première partie de la littérature, nous nous sommes particulièrement concentrés sur les études sur la gestion des résultats dans le contexte des fusions-acquisitions. Il s'agit ici d'une partie de notre étude. En effet, l'autre partie concerne la loi de Benford, cette loi qui est censée également détecter les manipulations comptables. Dans la littérature, il ne semble pas y avoir d'études ayant utilisé la loi de Benford en contexte de fusions-acquisitions, c'est pour cela que nous avons décidé de décomposer ainsi notre revue de littérature. Ainsi, la section qui suit présentera les principales études réalisées avec la loi de Benford.

4.3 La loi de Benford et la détection des manipulations comptables dans la littérature

Comme mentionné plus haut, la loi de Benford est une loi mathématique qui s'applique à divers domaines et observations et n'est nullement propre à la comptabilité. Petit à petit, cette loi a intrigué plusieurs chercheurs du domaine des affaires et s'est par conséquent étendue aux recherches en gestion. Ainsi, nous avons assisté à des études aussi diverses que portant sur la distribution des rendements journaliers des indices boursiers (Ley, 1996), la détection des fraudes comptables (Nigrini, 1996) ou la gestion des résultats (Nigrini, 2005).

La première étude ayant appliqué cette loi à la comptabilité est celle Carslaw (1988). Alors que la plupart des études portaient de l'hypothèse que les dirigeants géraient les résultats afin d'avoir des résultats stables dans le temps, Carslaw (1988) a voulu tester un autre type de motivation à savoir l'atteinte des objectifs en termes de cibles fixées par la direction ou de points de références psychologiques dans l'objectif d'améliorer la perception des chiffres de l'entreprise aux yeux des utilisateurs des états financiers. D'après l'auteur et d'un point de vue psychologique, il est généralement admis que les utilisateurs ont souvent tendance à arrondir les chiffres. Toutefois, à la lecture de ces

derniers, le cerveau met plus l'accent sur le premier chiffre (en partant de la gauche) que sur les chiffres suivants. Autrement dit, il est démontré que dans le nombre 592\$ par exemple, le lecteur va plus retenir 500\$ que 592\$ ou 600\$. Par conséquent, Carslaw (1988) est parti de l'hypothèse qu'arrivés près de certains seuils psychologiques, les gestionnaires auront tendance à arrondir les chiffres afin de s'aligner avec les références psychologiques des utilisateurs des états financiers, les cibles fixées par la haute direction ou tout simplement les seuils conditionnant leur rémunération. Ainsi, d'après Carslaw (1988), si ce phénomène existait, on devrait s'attendre à une distribution anormale du deuxième chiffre (en partant de la gauche) composant les nombres, avec une faible apparition des grands chiffres (neuf, huit, etc) en faveur des petits chiffres (zéro, un, etc.) et ce afin d'atteindre ou de dépasser de peu les points de référence. C'est ce que l'auteur a voulu tester dans cette étude à travers l'analyse des résultats des entreprises néo-zélandaises cotées. Les résultats indiquaient des chiffres s'éloignant de la distribution théorique de la loi de Benford avec une tendance vers un excès de chiffres arrondis. Autrement dit, on retrouve dans les résultats de cette étude une fréquence d'apparition du chiffre neuf moins élevée et du chiffre zéro plus élevée que la distribution théorique de la loi. Il s'agit ici des résultats de la première étude ayant appliqué la loi de Benford dans le domaine comptable.

D'autres auteurs ont par la suite utilisé cette loi en comptabilité et particulièrement en gestion des résultats notamment au début des années 2000, période ayant connu plusieurs événements marquants dans le monde des affaires et particulièrement des scandales financiers. L'un des scandales les plus médiatisés et les plus connus est celui de l'affaire Andersen-Enron. En effet, au début des années 2000, cette affaire a éclaté au grand jour révélant ainsi les pratiques frauduleuses de la société Enron et de ses complices, notamment la firme d'audit Andersen. Dans cette affaire, Enron est accusé d'avoir recouru à des manipulations comptables ayant entraîné sa faillite. Suite à ce scandale, une nouvelle loi a vu le jour aux États-Unis, la loi Sarbanes Oxley (SOX) et

de nouvelles règles ont été imposées aux sociétés cotées. Peu de temps après, plusieurs pays ont suivi le mouvement et ont par conséquent adopté de nouvelles règles notamment au Canada où une version canadienne de cette loi a vu le jour, la C-SOX (Jordan, Clark et Waldron, 2014). Dans ce contexte, plusieurs auteurs ont étudié l'impact de ces scandales et des nouvelles règles qui s'en sont suivies sur la gestion des résultats et ce en prenant comme référence la loi de Benford.

Dans ce cadre, l'étude de Nigrini (2005) s'est proposée d'étudier l'incidence de cet événement sur la gestion des résultats aux États-Unis au moyen de la loi de Benford. Pour ce faire, les résultats publiés en 2001 et 2002 par les entreprises américaines cotées ont été analysés, soit peu de temps avant et après le scandale. Il ressort de cette étude une présence de gestion des résultats tant durant la période avant le scandale que la période d'après. De plus, et contre toute attente, il apparaît d'après les résultats que ce phénomène s'est amplifié en 2002 malgré les impacts et la publicité négative liés à ces événements. Concrètement, la gestion des résultats relevée dans cette étude se manifeste principalement par l'arrondissement des chiffres entraînant une fréquence d'apparition du chiffre zéro en deuxième position d'un nombre (en partant de la gauche) plus importante que celle prédite par la loi de Benford. Il est tout de même important de noter que bien que cette étude ait été réalisée après le scandale Enron\Andersen, les mesures réglementaires n'avaient pas encore été prises durant la période de l'étude, dans ce contexte, il serait intéressant de savoir si les changements réglementaires ayant suivi ce scandale auraient un impact plus fort qu'une simple publicité négative autour de cette affaire.

L'étude de Jordan *et al.* (2014) s'est justement intéressée à cette question et s'est proposée d'étudier la gestion des résultats avant et après l'adoption des nouvelles règles relatives à la gouvernance d'entreprise et ce dans le contexte canadien. Dans cette étude, les auteurs se sont concentrés sur une forme particulière de manipulation à savoir

la gestion cosmétique des résultats. Il s'agit ici d'une forme de gestion des résultats consistant à arrondir les données, arrivés en deçà de certains seuils de référence et ce pour des considérations principalement psychologiques liées aux utilisateurs des états financiers. Il est ressorti de cette étude qu'il existait, avant la nouvelle réglementation, des signes clairs de gestion cosmétique des résultats. Par contre, pratiquement aucun de ces signes ne ressortait lors de l'analyse de la période suivant l'adoption de la nouvelle législation. Ceci démontre la contribution de la réglementation dans l'éradication de la gestion cosmétique des résultats au Canada. Pour arriver à ces conclusions, les données comptables de toutes les entreprises canadiennes disponibles sur Compustat et présentant des résultats positifs ont été analysées. Deux périodes ont été considérées dans l'analyse : la période 1990-1999 (avant l'adoption de la C-SOX) et la période 2003-2012 (après l'adoption de la C-SOX). Dans cette étude, un éloignement de la distribution de la loi de Benford était considéré par les auteurs comme signe de gestion des résultats. Étant donné que dans le cas d'une gestion cosmétique on parle essentiellement d'arrondissement, l'accent a été particulièrement mis sur le deuxième chiffre (en partant de la gauche) des données disponibles. Lors du recours à des arrondissements, on devrait s'attendre à obtenir de plus de petits chiffres en deuxième position (en particulier des zéros) que des grands chiffres (en particuliers des neufs). Ainsi, dans cette étude, la fréquence d'apparition de chaque chiffre en deuxième position a été comparée à la distribution théorique correspondante de la loi de Benford. Les résultats indiquaient un éloignement de la distribution théorique de la loi de Benford au cours de la période précédant l'adoption de la C-SOX et une adéquation avec la distribution théorique au cours de la période suivant son adoption. Ceci a emmené les auteurs à conclure que la gestion cosmétique des résultats avait pratiquement disparu après l'adoption ces nouvelles règles au Canada.

Dans le même contexte, une étude semblable à celle de Jordan *et al.* (2014) avait été réalisée quelques années plus tôt aux États-Unis par Jordan et Clark (2011) et ce dans

le but de comparer la gestion cosmétique des résultats aux États-Unis avant et après la loi SOX. Les résultats indiquaient une quasi-absence de gestion cosmétique des résultats après l'adoption de la loi SOX ce qui a même emmené les auteurs à conclure que cette gestion cosmétique ne représentait plus un problème pour la profession comptables et que cette pratique aurait pratiquement disparu après l'adoption de cette nouvelle loi aux États-Unis. Ainsi, les résultats révèlent que la cette gestion cosmétique des résultats ne serait plus aussi répandue qu'au cours de la période avant SOX. Une fréquence plus élevée d'apparition des petits chiffres (zéro, un, deux...) et plus faible d'apparition des chiffres plus grands (neuf, huit,...) que celles prédites par la loi de Benford au cours de la période avant SOX et à contrario, des fréquences en adéquation avec la loi durant la période après SOX ont amené les auteurs à ces conclusions.

Plusieurs autres auteurs se sont basés sur la même analyse, au moyen de la loi de Benford, pour déterminer la gestion cosmétique des résultats. On retrouve entre autres l'étude de Kinnunen et Koskela (2003) qui s'est proposée également de comparer les niveaux de gestion cosmétique des résultats mais entre les pays cette fois-ci. Les données comptables analysées correspondaient aux résultats nets ainsi qu'aux ventes nettes des entreprises, classées par pays. Au total, les données de 21 662 firmes ont été utilisées, réparties sur les 18 pays faisant l'objet de l'étude. Le premier constat des auteurs était que la gestion cosmétique des résultats était répandue dans pratiquement tous les pays de l'étude et ce à travers une fréquence d'apparition du chiffre zéro dépassant la fréquence théorique de la loi de Benford d'un côté et une fréquence d'apparition du chiffre neuf moins importante que celle prédite par la loi. Au niveau de la comparaison entre les pays, les auteurs ont relevé l'Espagne et Hong Kong comme étant les pays où les entreprises recouraient le plus à cette forme de gestion des résultats, en contrepartie ils ont remarqué un faible niveau de gestion cosmétique au Royaume-Unis et en Norvège.

Tous les auteurs précédemment cités s'accordent à dire que la loi de Benford constitue un bon outil de détection de la gestion cosmétique des résultats, toutefois, l'utilisation de cette loi ne s'est pas limitée à la gestion cosmétique mais a également fait l'objet d'autres études en gestion des résultats.

Johnson (2009) par exemple, dans son étude a voulu déterminer, en utilisant la loi de Benford, quelles étaient les caractéristiques des entreprises recourant à la gestion des résultats. L'objectif était de dresser une liste de signaux d'alarmes ou « *red flags* » pouvant renseigner sur la présence éventuelle d'une gestion des résultats. L'étude a été réalisée avec les données des entreprises cotées à la bourse de New York (revenus nets et résultats par action) en utilisant un échantillon aléatoire afin d'avoir une diversité en termes de taille, d'âge, etc. Il ressort de cette étude que les caractéristiques des entreprises recourant à la gestion des résultats correspondent à une faible capitalisation (en dessous de 45 milliards d'USD), un haut niveau de transactions réalisées par les initiés (3% et plus) et une présence récente sur le marché boursier (25ans et moins). Ces caractéristiques ont été déterminées à travers la loi de Benford, toutefois, d'autres calculs ont été réalisés en parallèle (corrélations et écarts moyen absolu) dont les résultats supportaient également ceux de la loi de Benford. Les auteurs suggèrent ainsi que ces résultats soient utilisés dans l'évaluation du risque que l'information présentée par une entreprise soit biaisée.

D'autre part, la loi de Benford a été appliquée à plusieurs domaines en lien avec la comptabilité. On retrouve notamment des études dans le domaine de l'audit. L'application de la loi de Benford en audit a été adaptée par plusieurs auteurs comme Möller (2009) ou Nigrini (1996) ce qui a valu à cette loi d'être utilisée aujourd'hui par les plus grands cabinets d'audit internationaux, en l'occurrence les « *big 4* », et d'être implémentée comme outils standard dans les meilleurs logiciels d'audit sur le marché (Slijepcevic et Blaskovic, 2014).

Toujours dans le même contexte, Slijepcevic et Blaskovic (2014) ont voulu analyser toutes les données financières disponibles des plus grandes entreprises croates (pour les années 2010 et 2011), en utilisant la loi de Benford. Les résultats qu'ils ont trouvés indiquent que la majorité des entreprises analysées présentaient des résultats s'éloignant de la loi de Benford. Ils ont par ailleurs relevé une corrélation entre le risque de fraude (mesuré par un éloignement de la distribution de la loi de Benford) et la réalisation d'un résultat net négatif. Conscients que des données financières s'éloignant de la loi de Benford ne doivent pas amener à conclure directement de l'existence d'une fraude, les auteurs suggèrent néanmoins l'application de cette méthodologie en tant que qu'outil d'alerte lors des missions d'audit afin d'améliorer les processus, l'efficience et l'efficacité de l'office local de contrôle des comptes croate (SAO) et ce en dirigeant les enquêtes vers les zones à risques relevées par la loi de Benford. Par ailleurs, les résultats révèlent qu'uniquement 5 des 8 entreprises analysées ont fait l'objet d'un contrôle de la part de la SAO au cours des cinq dernières années et qu'uniquement une seule entreprise avait fait l'objet d'un audit de ce même office en 2011, dont l'opinion était d'ailleurs émise avec réserve. Dans ce contexte, les auteurs ont attiré l'attention sur un besoin d'audit plus fréquent de la part de l'office local de contrôle des comptes (SAO) dont l'absence serait à l'origine de l'éloignement des données de la distribution théorique de la loi de Benford.

Le survol de ces études réalisées avec la loi de Benford démontre que cette loi peut s'avérer intéressante pour la détection des manipulations comptables. Ainsi, dans cette étude, nous allons essayer de l'appliquer à un contexte bien précis, à savoir celui des fusions-acquisitions, contexte qui semble propice aux manipulations d'après les études exposées en première partie de cette revue. Nous allons par ailleurs utiliser cette loi, conjointement avec l'une des méthodologies les plus couramment utilisées dans ces études. Le but étant de comparer les résultats de ces deux méthodologies.

4.4 Hypothèses de recherche

En partant des résultats des études présentées antérieurement, nous allons étudier la gestion des résultats en contexte de fusions-acquisitions à travers trois hypothèses principales. La première hypothèse est plutôt d'ordre général. Nous allons commencer par déterminer si les sociétés initiatrices d'offres de fusions-acquisitions recourent à une gestion des résultats un an avant l'annonce de l'opération tel que semblent démontrer la majorité des études exposées précédemment. Ainsi, on s'attend à ce que :

H1 : les dirigeants des sociétés initiatrices gèrent leurs résultats un an avant l'annonce de l'opération.

Ensuite, les études semblent affirmer qu'une fois l'opération annoncée, il serait trop tard pour recourir à la gestion des résultats. Ainsi, on s'attend à ce que :

H2 : la gestion des résultats par les firmes initiatrices soit moins importante durant l'année de l'annonce de l'opération que l'année précédente.

Les hypothèses suivantes s'intéressent à des caractéristiques plus précises de l'opération ou de la firme initiatrice.

La troisième hypothèse tend ainsi à étudier l'impact du mode de financement. En effet, d'après la revue de littérature, il semblerait que les firmes finançant l'opération par échange d'actions soient plus enclines à recourir à la gestion des résultats que celles finançant l'opération par liquidités. Ainsi, on s'attend à ce que :

H3a : les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par échange d'actions gèrent leurs résultats avant l'annonce de l'opération.

H3b : les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par liquidités ne recourent pas à la gestion des résultats avant l'annonce de l'opération.

Par ailleurs, nous allons également étudier l'impact de la qualité de la divulgation sur la gestion des résultats lors de l'année précédant l'annonce de l'opération. Pour ce faire nous avons décidé d'intégrer le score de divulgation ESG relatif à cette même période. Dans ce contexte, on s'attend à ce que :

H4 : les firmes initiatrices ayant un haut score de divulgation (ESG) présentent un niveau de gestion des résultats moins important que les entreprises ayant un faible score l'année précédant l'annonce de l'opération.

CHAPITRE IV

MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Comme exposé précédemment, les contextes de fusions-acquisitions sont souvent présentés dans la littérature comme étant propices aux manipulations comptables. Le présent chapitre tend à présenter les méthodes qui seront utilisées pour détecter ces manipulations et en particulier la gestion des résultats, dans le contexte canadien.

Dans un premier temps, nous allons présenter l'échantillon retenu ainsi que ses caractéristiques. Ensuite, nous présenterons les modèles utilisés dans l'analyse.

5.1 Présentation de l'échantillon

La première étape consiste à choisir la période d'étude. Étant donné que les dernières années étaient plutôt mouvementées en termes d'opérations de fusions-acquisitions, nous avons décidé de limiter l'étude à la période 2015-2017, période nous permettant d'obtenir un nombre assez important d'opérations.

Ensuite, un certain nombre de critères, principalement retenus de la littérature, a été défini :

(1) l'OPA doit être complétée au moment de la collecte (afin de garantir la disponibilité des informations définitives liées à l'opération)

(2) l'OPA doit porter sur au moins 50%+1 des droits de votes de la cible ;

(3) la valeur de la transaction doit dépasser les 25 millions de dollars.

Les deux derniers critères se conforment aux recommandations de Ben-David et Roulstone (2008). En effet, selon ces auteurs, les entreprises prenant part à des opérations de petites tailles (en l'occurrence portant sur moins de 50%+1 des droits de vote) n'auraient pas d'incitatifs à gérer leur résultats.

Par ailleurs, nous avons éliminé les entreprises financières. En effet, le fait que ces dernières soient soumises à des contraintes réglementaires très strictes, limite la capacité des dirigeants à gérer les résultats (Louis, 2004). Ainsi, leur introduction dans l'analyse risquerait de biaiser les résultats.

D'autres part, nous avons choisi de limiter l'échantillon aux entreprises faisant partie de l'indice boursier S&P TSX, toujours dans la perspective de limiter l'étude aux opérations importantes tel que préconisé par Ben-David et Roulstone (2008).

Une fois les critères fixés, nous avons lancé une recherche sur la base de données Bloomberg en prenant en compte ces derniers. Ainsi, une liste contenant les noms des sociétés acquéreuses a été générée accompagnée d'un certain nombre de caractéristiques, à savoir : le secteur d'activité, la date d'annonce de l'opération, son statut (complétée), la valeur de la transaction ainsi que le pourcentage acquis.

Une fois l'échantillon d'entreprises fixé, nous avons collecté les données financières y relatives sur cette même base.

Ces données financières couvrent deux périodes : l'exercice terminé juste avant l'annonce de l'opération et l'exercice de l'opération en question. En effet, les données de ces deux périodes distinctes seront nécessaires pour les analyses qui vont suivre. Ainsi, pour des opérations annoncées entre 2015 et 2017, nos données financières couvriront la période allant de 2014 à 2017.

Notre échantillon final comprend ainsi les entreprises ayant satisfait aux critères susmentionnés et dont toutes les données nécessaires à notre analyse étaient disponibles. De cette façon, nous obtenons 198 opérations de fusions-acquisitions pour un total de 99 entreprises. En effet, plusieurs entreprises de l'échantillon avaient annoncé plus d'une opération au cours de la période d'étude (2015-2017), d'où le nombre d'opérations qui dépasse le nombre d'entreprises de notre échantillon.

Le tableau 4.1 montre la répartition des opérations par secteur. Nous remarquons que le secteur de l'énergie occupe la première place en termes de nombre d'opérations réalisées loin devant les autres secteurs avec 52 opérations, représentant ainsi près du quart des opérations. Ensuite, on remarque que pour les secteurs des consommations de base, consommations cycliques, matériaux et industries, le nombre d'opérations est très rapproché. En contrepartie, les secteurs des télécommunications et technologies de l'information correspondent aux secteurs les moins dynamiques de notre échantillon avec 14 opérations chacun.

En ce qui concerne les valeurs moyennes des opérations, c'est également le secteur de l'énergie qui occupe la première place avec une moyenne de 1,88 milliards \$ par opération, suivi du secteur des utilitaires avec une moyenne de 1,83 milliards \$.

En ce qui concerne la répartition des opérations par année (tableau 4.2), on remarque que l'année 2016 correspond à l'année la plus mouvementée de notre échantillon avec

76 des 198 opérations ainsi que la valeur moyenne des opérations la plus élevée de ces 3 années.

Tableau 4.1 Répartition des opérations par secteur

Secteur	Nombre d'opérations par secteur	Valeur moyenne de l'opération ¹
Télécommunications	14	621,088
Technologies de l'information	14	261,299
Utilitaires	15	1832,273
Industries	23	716,924
Matériaux	26	968,083
Consommation cyclique	26	680,122
Consommation de base	28	322,983
Énergie	52	1881,865
Total	198	1054,950

¹ En millions de dollars (CAD)

D'autre part, on remarque un nombre plus faible d'opérations en 2017 que pour les deux autres années. En effet, étant donné que nous travaillons dans cette étude avec des opérations complétées, il est normal de retrouver moins d'opérations annoncées en 2017 et complétées en 2018 (date à laquelle la collecte de données a été réalisée) que d'opérations initiées en 2016 ou 2017 et complétées en 2018. Autrement dit, ces chiffres ne devraient pas indiquer nécessairement qu'il y a eu plus d'opérations en 2015 et en 2016 qu'en 2017.

Après avoir présenté globalement les principales caractéristiques de l'échantillon sélectionné, nous allons présenter dans la partie qui suit les méthodes retenues pour l'analyse de nos données.

Tableau 4.2 Répartition des opérations par année

Année	Nombre d'opérations	Valeur moyenne de l'opération ¹
2015	67	576,17
2016	76	1676,70
2017	55	779,05
total	198	1054,95

¹ En millions de dollars (CAD)

5.2 Mesure de la gestion comptable des résultats

5.2.1 Le modèle de Jones modifié

Plusieurs auteurs dans la littérature ont essayé de mesurer la gestion des résultats. De cette littérature on retient une notion importante, à savoir la notion d'« *accruals* ». Ces derniers sont définis comme étant la somme des « ajustements comptables aux cash-flows de la firme permis par les organismes de normalisation » (Paul M Healy, 1985). Concrètement, il s'agit « des charges et produits calculés (dotations aux amortissements et provisions, reprises sur provisions), ainsi que des éléments de la variation du besoin en fonds de roulement ». (Stolowy et Breton, 2004).

Cela se traduit simplement dans l'expression suivante :

$$\text{Résultat net} = \text{Flux de trésorerie d'exploitation} + \text{accruals totaux (1)}$$

Cette relation nous indique que, pour gérer le résultat, nous pouvons soit agir sur le flux de trésorerie d'exploitation soit sur les *accruals* totaux. Néanmoins, la littérature ne s'intéresse qu'à la manipulation des *accruals* dans la mesure où notre champ d'étude est celui des choix comptables (Jeanjean, 2001).

Il est à noter que les *accruals* totaux sont composés d'une partie discrétionnaire (anormale) et une partie non discrétionnaires (normale). Il est important d'en faire la distinction étant donné que la gestion des résultats porte uniquement sur la partie discrétionnaire. En effet, « les *accruals* ne sont pas tous laissés à la discrétion des gestionnaires, il n'y a que la partie discrétionnaire qui fait intervenir leur jugement » (Kandou et Cormier, 2016).

Cela se traduit dans l'expression suivante :

$$\text{Accruals totaux} = \text{accruals discrétionnaires} + \text{accruals non discrétionnaires (2)}$$

Ainsi, les modèles statistiques que l'on retrouve dans la littérature s'intéressent à estimer cette partie discrétionnaire. Notre choix pour cette analyse s'est arrêté au modèle de Jones modifié (Dechow, Sloan et Sweeney, 1995) qui correspond à l'une des méthodologies les plus utilisées par les chercheurs dans notre contexte. Nous allons néanmoins voir plus tard qu'il ne s'agira pas de l'unique méthodologie retenue.

L'objectif ici est d'estimer la partie normale des *accruals* (*accruals* non discrétionnaires). Pour ce faire, nous allons les estimer à partir des données des entreprises de l'indice S&P TSX et plus particulièrement celles n'ayant pas initié

d'opération de F&A durant la période d'étude (échantillon de référence). En effet, étant donné que l'objectif est de déterminer la portion normale de ces *accruals*, nous avons jugés nécessaire d'éliminer les entreprises ayant lancé des opérations de fusions-acquisitions, contexte susceptible de faire apparaître des *accruals* anormaux.

5.2.1.1 Calcul des *accruals* totaux

La première étape consiste à calculer les *accruals* totaux des entreprises de notre échantillon de référence. Ceux-ci sont obtenus en soustrayant les flux de trésorerie d'exploitation du résultat net. Ainsi, à partir de l'équation (1) nous obtenons :

$$\text{Accruals Totaux} = \text{Résultat Net} - \text{Flux de trésorerie d'exploitation} \quad (3)$$

5.2.1.2 Calcul des *accruals* non discrétionnaires

Une fois les *accruals* totaux calculés sur notre échantillon de référence grâce à l'équation (3), nous avons procédé à l'estimation des coefficients de notre modèle.

Notre modèle se présente ainsi :

$$AT_{i,t} / \text{Actif}_{t-1} = \beta_1 (\Delta CA_{i,t} - \Delta CRC_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) + \beta_2 (\text{IMMO}_{i,t} / \text{Actif}_{t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Avec :

- $AT_{i,t}$: *Accruals* totaux de la firme « i », l'année « t »,
- Actif_{t-1} : Actif total de la firme « i » l'année « t-1 »,
- $\Delta CA_{i,t}$: Ventes totales en « t » moins les ventes totales à la période « t-1 », de la firme « i »,
- $\Delta CRC_{i,t}$: Créances client de l'année « t » moins les créances client de « t-1 », de la firme « i »,

- $IMMO_{i,t}$: Immobilisations corporelles brutes de la firme i en « t »,
- $\varepsilon_{i,t}$: Terme d'erreur de la firme « i », l'année « t ».

Les calculs sont par la suite réalisés sur les données des 4 exercices retenus, combinés (de 2014 à 2017).

L'objectif ici est donc de fournir une estimation des *accruals* normaux ou non discrétionnaires relatifs à toute la période d'étude et ce à travers l'estimation des coefficients du modèle (β_1 et β_2).

Une fois les coefficients normaux estimés, ces derniers vont être appliqués aux données des firmes de notre échantillon principal, à savoir, les firmes de l'indice S&P TSX ayant initié des opérations de fusions-acquisitions lors de la période 2015-2017 dans le but d'obtenir les *accruals* non discrétionnaires ou normaux de ces firmes.

Une fois les *accruals* non discrétionnaires calculés, nous pourrons alors calculer la portion discrétionnaire des *accruals* totaux.

5.2.1.3 Calcul des *accruals* discrétionnaires

L'objectif premier des calculs précédemment exposés est d'estimer les *accruals* discrétionnaires, renseignant sur la gestion des résultats, dans la mesure où, comme exposé précédemment, la gestion des résultats porte sur cette partie discrétionnaire.

Ainsi, une fois les *accruals* non discrétionnaires estimés, il ne reste plus qu'à les soustraire des *accruals* totaux calculés avec l'équation (3), étant donné que les *accruals* totaux correspondent à la somme des *accruals* discrétionnaires et non discrétionnaires (2).

La méthodologie précédemment exposée nous permet de distinguer 3 éléments principaux dans notre analyse à savoir : les *accruals* totaux, les *accruals* non discrétionnaires et les *accruals* discrétionnaires. La présence de ces derniers nous renseigne sur la gestion des résultats des firmes. Néanmoins, il ne s'agit ici que d'une partie de l'analyse et de la méthodologie. En effet, afin de détecter les manipulations comptables entourant les opérations de fusions-acquisitions nous utilisons également une autre méthodologie, à savoir la loi de Benford. Cette méthodologie sera présentée et expliquée dans la partie qui suit.

5.2.2 La loi de Benford

La loi de Benford est une loi mathématique aujourd'hui utilisée en tant qu'outil analytique permettant de détecter les manipulations (Durtschi, Hillison et Pacini, 2004).

La loi de Benford repose sur un principe simple : la distribution des données analysées doit correspondre à la distribution théorique de la loi. Un écart entre les deux fréquences (dépendamment de son importance), devrait nous renseigner sur l'intégrité des données.

Ainsi, la première étape serait de générer cette distribution effective afin de la comparer à la distribution théorique de la loi.

5.2.2.1 Calcul de la distribution effective des données

La première étape à ce niveau-là consiste à calculer les fréquences d'apparition des chiffres dans nos données pour les périodes t (année de l'annonce) et $t-1$ (l'année précédant l'annonce). En effet, comme exposé précédemment, la recherche comptable considère l'année fiscale terminée, qui vient juste avant l'initiation de l'OPA, comme

étant celle où l'on pourrait le mieux observer les manipulations comptables (Eddey et Taylor, 1999; Guan, Wright et Sun, 2004; Perry et Williams, 1994). C'est pour cela que nous retenons l'année t-1 dans notre analyse dont les résultats seront comparés à ceux de l'année t.

En ce qui concerne les données analysées, il est important de rappeler que notre objectif principal ici est de déterminer si les données présentent des signes de gestion des résultats. Comme présenté précédemment, cette dernière porte principalement sur la partie discrétionnaire des *accruals*. Ainsi, nous allons principalement analyser les *accruals* discrétionnaires (calculés grâce au modèle de Jones) pour voir s'ils se conforment ou non à la loi de Benford. Néanmoins, nous retenons également d'autres données (*accruals* totaux, *accruals* non discrétionnaires, flux de trésorerie d'exploitation et résultat net) par souci de comparaison et d'enrichissement des résultats.

L'un des principaux objectifs de notre étude est également de comparer les résultats fournis par les deux méthodes (le modèle de Jones modifié et la loi de Benford), c'est pour cela que nous avons choisi d'analyser principalement les *accruals*. Néanmoins, il est à noter que la loi de Benford permettrait de détecter les manipulations à divers autres niveaux : ventes, achats, encaissements, etc. (Durtschi *et al.*, 2004).

Par ailleurs, étant donné que la première méthode vise à estimer la gestion des résultats nous aurions pu analyser directement les résultats nets des entreprises de notre échantillon. Néanmoins, la littérature préconise l'analyse au niveau le plus spécifique possible (Drake et Nigrini, 2000), c'est pour cette raison que nous avons opté pour ces deux éléments composant le résultat net plutôt que directement le résultat net.

Maintenant, pour obtenir notre distribution effective que l'on va comparer à la distribution théorique de la loi, nous devons d'abord calculer les fréquences

d'apparition des chiffres dans les données retenues. Ainsi, pour chaque type de données (*accruals* totaux, *accruals* discrétionnaires, *accruals* non discrétionnaires, résultat net et flux de trésorerie d'exploitation), nous allons calculer le nombre de fois où chaque chiffre (de 1 à 9) apparaît à la première position du nombre et ainsi déterminer sa fréquence d'apparition par rapport aux autres chiffres. Ces calculs nous permettraient ainsi d'obtenir dix distributions distinctes correspondant à deux distributions par type de données (*accruals* totaux, *accruals* discrétionnaires, *accruals* non discrétionnaires, résultat net et flux de trésorerie d'exploitation). En effet, pour chaque type de données, nous obtenons deux distributions correspondant à chacune des périodes retenues, soit l'année t et l'année t-1.

5.2.2.2 Comparaison des distributions effectives avec la distribution de la loi de Benford

Une fois nos distributions calculées, nous allons les comparer à la distribution théorique de la loi (tableau 1.1).

Cette comparaison passe par le calcul de l'écart moyen absolu appelé en anglais « mean absolute deviation » (MAD).

En effet, après avoir calculé les fréquences d'apparition des chiffres dans les données, nous allons calculer, pour chaque chiffre de 1 à 9 et pour chaque distributions obtenue, l'écart entre ces fréquences effectives calculées et les fréquences théoriques de la loi. C'est la moyenne (en valeur absolue) de ces écarts qui constitue la MAD.

Drake et Nigrini (2000) fournissent les seuils suivant pour l'interprétation des MAD :

MAD: 0.000-0.004	(étroite conformité)
MAD: 0.004-0.008	(conformité acceptable)

MAD: 0.008-0.012 (conformité à la limite de l'acceptable)

MAD: supérieur à 0.012 (non-conformité)

Ainsi, ces seuils seront utilisés pour déterminer si nos données se conforment à la loi de Benford et dans quelle mesure, ce qui nous permettra de déterminer s'il y a présence de gestion des résultats selon la loi de Benford. Ensuite, nous comparerons les résultats obtenus avec les résultats du modèle de Jones afin de déterminer si les deux méthodologies présentent des résultats cohérents.

La section suivante présentera les principaux résultats de notre étude.

CHAPITRE V

ANALYSE DES RÉSULTATS

Après avoir présenté les deux méthodes retenues pour étudier la gestion des résultats comptables dans le contexte des fusions-acquisitions canadien, nous présenterons dans ce chapitre les résultats y relatifs.

5.1 Résultats du modèle d'estimation

La première étape consistait à déterminer les coefficients du modèle d'estimation des *accruals* normaux ou non discrétionnaires (AND). Ainsi, après avoir analysé les données des entreprises de notre échantillon de référence (via une analyse de régression multiple sur SPSS), qui correspondent à 318 observations, nous obtenons un modèle avec les caractéristiques présentées dans le tableau 5.1.

Ainsi, nos résultats nous donnent un β_1 de 0,165 et un β_2 de -0,038. Par ailleurs, la valeur de la constante correspond à -0.028.

Par conséquent, notre modèle estimé des *accruals* non discrétionnaires se présente ainsi :

$$AND_{i,t} = -0,028 + 0,165 * (\Delta CA_{i,t} - \Delta CRC_{i,t} / Actif_{t-1}) - 0,038 * (IMMO_{i,t} / Actif_{t-1})$$

Avec :

- $AND_{i,t}$: Accruals totaux de la firme « i », l'année « t »,
- Actif_{t-1} : Actif total de la firme « i » l'année « t-1 »,
- $\Delta CA_{i,t}$: Ventés totales en « t » moins les ventes totales à la période « t-1 », de la firme « i »,
- $\Delta CRC_{i,t}$: Créances client de l'année « t » moins les créances client de « t-1 », de la firme « i »,
- $IMMO_{i,t}$: Immobilisations corporelles brutes de la firme i en « t »,

Tableau 5.1 Modèle d'estimation des *accruals* normaux

Modèle ^a	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		t	Sig.	N
	B	Erreur standard	Bêta				
(Constante)	-0,028	0,010			-2,986	0,003	318
(Δ Chiffre d'affaires- Δ Clients)/Actifs(t-1)	0,165	0,009	0,798		18,919	0,000	
Immo corporelles brutes(t)/Actifs(t-1)	-0,038	0,009	-0,185		-4,393	0,000	
R			,978 ^a				
R-deux			0,956				
R-deux ajusté			0,956				
Anova	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.		
Régression	67,025	2	33,512	3435,22	,000 ^b		
de Student	3,073	315	0,01				
Total	70,098	317					

a. Variable dépendante : Accruals totaux(t)/Actifs(t-1)

b. Prédicteurs : (Constante), Immo corporelles brutes(t)/Actifs(t-1), (Δ Chiffre d'affaires- Δ Clients)/Actifs(t-1)

Source: sorties SPSS

Par la suite, une fois les coefficients estimés, nous avons procédé au calcul des *accruals* discrétionnaires pour chaque entreprise de l'échantillon.

Ces *accruals* ont été par la suite analysés à l'aide de tests statistiques. Les différents tests et résultats seront présentés dans les parties suivantes. Il est à noter que nos hypothèses ne sont validées ou rejetées que partiellement à ce niveau-là en attendant les résultats de l'analyse avec la loi de Benford.

5.1.1 La gestion des résultats en t et t-1

Pour comparer la gestion des résultats l'année de l'annonce et celle qui la précède, nous avons comparé statistiquement les deux niveaux de gestion des résultats. Pour ce faire, nous avons utilisé le test de Student. Le tableau 5.2 résume les résultats pour ces deux périodes.

Il est tout d'abord à noter que, bien que nous ayons un total de 198 opérations dans notre échantillon, le nombre d'observation (N) n'est ici que de 121. En effet, nous avons dans notre échantillon des entreprises ayant annoncé plus d'une opération lors d'un même exercice. Ainsi, pour ces entreprises-là, nous ne retenons qu'une seule fois les données d'un même exercice ce qui réduit le nombre d'observations.

À partir du tableau 5.2, on remarque que le niveau des *accruals* discrétionnaires moyens est de 0,0247 pour t-1 et -0,0656 pour t. Ces résultats impliquent deux constats.

Premièrement la gestion des résultats est bien présente pour les deux années (avec des AD moyens non nuls pour les deux années) et celle-ci commence bien l'année qui précède l'annonce de l'opération (avec des AD moyens non nuls en t-1). Ce dernier constat nous permet de valider partiellement notre première hypothèse (H1 : les

dirigeants des sociétés initiatrices gèrent leurs résultats un an avant l'annonce de l'opération).

Tableau 5.2 Test t sur les *accruals* discrétionnaires

	N	Moyenne des AD	Ecart type	Moyenne erreur standard
Année T-1	121	0,024736	0,122942	0,011177
Année T	121	-0,065627	0,133429	0,01218
Différence moyenne		0,090364		
Sig.		.000		

Deuxièmement, nous observons une moyenne plus élevée en t-1 qu'en t, ce qui nous permet ici également de confirmer partiellement notre deuxième hypothèse (H2 : la gestion des résultats par les firmes initiatrices est moins importante durant l'année de l'annonce de l'opération que l'année précédente).

Nous estimons que la présence d'AD, bien qu'il n'y ait plus d'intérêt à gérer les résultats lors de cette période est liée à l'annulation des écritures passées en t-1 (d'où le signe opposé des AD en t

Les résultats précédemment fournis ont été obtenus en analysant globalement les données de notre échantillon pour les deux grandes périodes à savoir l'année de l'annonce de l'opération (t) et celle qui la précède (t-1). Afin d'analyser plus en profondeur les résultats et aller un peu plus loin de l'analyse, nous avons décomposé notre échantillon en sous-groupes selon certains critères apparaissant dans la littérature

comme pouvant impacter la gestion des résultats. Les critères retenus sont les suivants : le mode de financement et la qualité de la divulgation mesurée par le score ESG.

5.1.2 La Gestion des résultats et le mode de financement

Les opérations initiées par les entreprises de notre échantillon ont été financées de trois façons : par échange d'actions, par liquidités ou par un mix de ces deux modes. Le tableau 5.3 présente les statistiques descriptives y relatives. Pour notre test, nous avons retenu deux groupes : un groupe pour les entreprises finançant l'opération par liquidités (panel A) et un groupe pour les entreprises finançant l'opération avec un autre mode, soit par échange d'actions ou financement hybride (panel B). En effet, étant donné que la majorité des opérations sont financées par liquidités, analysées séparément, les opérations financées par échange d'actions et financement hybride représentent un nombre très faible pour être analysées séparément. Par ailleurs, nous estimons que du moment que l'opération est financée par échange d'actions, même partiellement, les intérêts en gestion des résultats pourraient être différents que lors d'un financement par liquidités pur.

On remarque que d'après le tableau 5.3, les entreprises finançant l'opération par liquidités présentent globalement des niveaux de chiffre d'affaires et d'actifs plus élevés que les entreprises finançant l'opération avec d'autres modes. Par ailleurs, nos résultats à ce niveau-là démontrent que les entreprises qui financent leurs opérations de fusions-acquisitions au comptant ont globalement un niveau de gestion des résultats moyen nettement moins élevé que les autres en valeur absolue. En effet, pour le panel A la moyenne des AD s'élève à -0,0148 alors que pour le panel B, celle-ci s'élève à -0,0969.

Tableau 5.3 Statistiques descriptives de l'échantillon selon le mode de financement

(En millions de dollars canadiens sauf pour les AT, AND et AD)

		Chiffre d'affaires	Immobilisations corporelles brutes	Actif total	AT	AND	AD
Panel A ¹	Moyenne	4730,18536	8472,13179	8846,67036	0,07766	0,09260	-0,01477
	Médiane	2268,0715	2529,2	4183,085	0,06433	0,09562	-0,02506
Panel B ²	Moyenne	2997,44186	10872,4157	7664,65637	0,02429	0,12111	-0,09682
	Médiane	1017,6135	2678,1	1978,5505	0,07528	0,11832	-0,04750

¹ Financement par liquidités² Financement par échange d'actions ou hybride

Par la suite, ces résultats ont été comparés pour les deux périodes (t-1 et t) pour plus de précisions (tableau 5.4).

Pour ces deux groupes également, on voit que la gestion des résultats est bien présente au cours des deux périodes. Pour les opérations financées au comptant, on passe d'un niveau de gestion des résultats de -0,015 en t-1 à un niveau de -0,037 en t. Ainsi, on remarque une hausse du niveau de gestion des résultats en t par rapport à t-1. En ce qui concerne les autres modes de financement (hybrides et par échange d'actions) on remarque que le niveau passe de 0,1 à 0,138. Ainsi, pour ce type de financement, on assiste à une hausse du niveau de gestion des résultats en t par rapport à t-1.

Tableau 5.4 : *Accruals* discrétionnaires par période et par mode de financement

	N	Moyenne des AD		Ecart type		Moyenne erreur standard	
		T-1	T	T-1	T	T-1	T
Liquidités	85	-0,0149418	-0,0367044	0,109129056	0,1212996	0,013234876	0,011836708
Échange d'actions et hybride	36	0,1005118	0,13764792	0,149282558	0,1376479	0,02294132	0,024880426
Différence moyenne		-0,115454	0,09640995				
Sig.		.000	.001				

Globalement, le niveau de gestion des résultats des entreprises finançant l'opération par liquidités est plus faible que celui des entreprises recourant aux autres modes de financement et ce pour les deux périodes. On remarque que la gestion des résultats des entreprises finançant l'opération par échange d'actions ou par financement hybride est bien présente en t-1 avec un niveau d'AD de 0,1005. Cela qui nous permet de valider notre H3a (les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par échange d'actions gèrent leurs résultats avant l'annonce de l'opération).

En ce qui concerne le financement par liquidités, le niveau d'AD est également différent de 0 ce qui ne nous permet pas d'écarter la gestion des résultats à ce niveau-là bien que le niveau d'AD soit bien moins important que pour les opérations financées par échange d'actions ou par financement hybride. Ainsi, cela nous amène à rejeter

notre H3b (les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par liquidités ne recourent pas à la gestion des résultats avant l'annonce de l'opération).

Par ailleurs, au cours de l'année qui précède l'annonce de l'opération de fusion-acquisition, on remarque que les entreprises qui financent l'opération par échange d'actions ou financement hybride procèdent à une gestion des résultats à la hausse (avec des AD positifs). Cela est cohérent avec la littérature. En effet, les entreprises qui financent l'opération de fusion-acquisition par échange d'actions auraient intérêt à gérer leurs résultats à la hausse afin de réduire le ratio d'échange. Cette gestion à la hausse permet ainsi d'influencer positivement le cours boursier et de ce fait de diminuer le nombre d'actions à échanger (Erickson et Wang, 1999). Cela permettrait principalement d'éviter une dilution du capital et par conséquent du pouvoir après l'opération (Hietala, Kaplan et Robinson, 2003; Walker, 2000).

H3a est ici validée définitivement et H3b rejetée définitivement. En effet, nous verrons plus tard dans l'analyse que la décomposition de notre échantillon en fonction du mode de financement n'est pas possible avec la loi de Benford.

Une fois que nous avons analysé les résultats du point de vue du mode de financement et de la période, nous allons nous intéresser à la transparence et la qualité de la divulgation en analysant nos résultats en prenant en considération l'ESG score fourni par Bloomberg.

5.1.3 La gestion des résultats et le score ESG

L'« *ESG disclosure score* » est un score fourni par Bloomberg qui mesure la transparence des entreprises au niveau de la divulgation environnementale, sociale et de gouvernance. Ce score varie de 0, pour les entreprises qui ne divulguent aucune

donnée ESG, à 100 pour les entreprises qui divulguent tous les points énumérés par bloomberg (Ioannou et Serafeim, 2017)

À partir de Bloomberg nous avons lancé une recherche afin de déterminer le score ESG pour chaque entreprise de notre échantillon pour la période précédant l'annonce de l'opération. Les résultats de la recherche nous fournissent des scores pour 61 entreprise des 98 de notre échantillon. Ainsi, cette analyse portera uniquement sur ces 61 entreprises.

Le score moyen de notre échantillon est de 30 et la médiane est de 24 (tableau 5.5). Nous avons décidé de décomposer l'échantillon en deux groupes en fonction de la médiane pour étudier éventuellement les différences de comportement en gestion des résultats de ces deux groupes et comparer les moyennes.

Tableau 5.5 ESG Score : quelques statistiques descriptives

Moyenne	30,089
Médiane	23,967
Maximum	60,905
Minimum	11,57

Les résultats présentés dans le tableau 5.6 sont à l'effet que les entreprises ayant un score ESG inférieur à la médiane présentent des AD supérieurs à ceux dont les scores

sont plus faibles (-4,97% lorsque le score est supérieur à la médiane contre 0,64% lorsqu'il est inférieur à la médiane).

La littérature qui s'intéresse à la qualité de la divulgation et son impact sur la gestion des résultats démontre une relation négative entre la qualité de la divulgation et la gestion des résultats (Lobo et Zhou, 2001). Cela se reflète dans nos résultats ce qui nous permet ainsi de valider notre quatrième hypothèse (H4 : : Les firmes initiatrices ayant un haut score de divulgation (ESG) présentent un niveau de gestion des résultats moins important que les entreprises ayant un faible score l'année précédant l'annonce de l'opération.).

Ici également, la taille de l'échantillon ne nous permet pas d'analyser les données ESG avec la loi de Benford. Ainsi, H4 est définitivement rejetée.

La section suivante présentera les résultats de l'analyse avec la loi de Benford.

Tableau 5.6 Résultats du test t sur les *accruals* discrétionnaires selon le score ESG

	N	Moyenne des AD	Ecart type	Moyenne erreur standard
Score < Me	31	0,006449	0,102418	0,018395
Score > Me	30	-0,049732	0,090798	0,016577
Différence moyenne		0,056181		
Sig.		.027		

5.2 Les résultats de la loi de Benford

L'analyse des données avec la loi de Benford tourne autour de la MAD qui correspond à la déviation moyenne des fréquences effectives par rapport aux fréquences théoriques.

Voici un rappel des seuils d'interprétation de la MAD (Drake et Nigrini, 2000):

MAD: 0.000-0.004	(étroite conformité)
MAD: 0.004-0.008	(conformité acceptable)
MAD: 0.008-0.012	(conformité à la limite de l'acceptable)
MAD: supérieur à 0.012	(non-conformité)

Comme pour la première partie de l'analyse, nous allons ici également interpréter les résultats en fonction de la période. Par ailleurs, en décomposant les résultats en fonction du mode de financement ainsi que du score ESG nous obtenons des sous-échantillons trop petits pour une analyse avec la loi de Benford. Ainsi, l'analyse à ce niveau-là se limitera à une analyse globale ainsi qu'une comparaison des deux périodes.

En outre, à titre comparatif, nous avons décidé de faire les mêmes calculs pour les entreprises de l'indice n'ayant pas annoncé d'opérations de fusions-acquisitions lors de la période d'étude.

Le tableau 5.7 présente les principaux résultats en t et t-1. On remarque que de manière générale, que ce soit pour notre échantillon (pour les deux années) ou pour les autres entreprises de l'indice, le flux de trésorerie d'exploitation correspond à l'élément dont la distribution se rapproche le plus de la loi de Benford. En effet, les flux de trésorerie

d'exploitation seraient plus difficiles à manipuler étant donné qu'il ne s'agit pas de simples écritures comptables faisant intervenir le jugement personnel du dirigeant.

En ce qui concerne notre échantillon, on arrive ici aux mêmes conclusions que pour les tests statistiques conduits dans la section précédente. En effet, on remarque que le résultat net présente une déviation par rapport aux fréquences théoriques de la loi de 0,0238 en t et de 0,0190 en t-1. D'après les seuils définis par Drake et Nigrini (2000) cela indiquerait une non-conformité avec la loi de Benford. Ainsi, d'après nos résultats, il y aurait présence de gestion des résultats durant les deux périodes (MAD supérieures à 0,012 en t et t-1).

Tableau 5.7 Déviations moyennes par rapport aux valeurs prédites par la loi de Benford

	MAD T	MAD T-1	Indice
Accruals discrétionnaires	0,0263	0,0173	N/A
Accruals non discrétionnaires	0,0245	0,0170	N/A
Accruals totaux	0,0190	0,0144	0,0060
Flux de trésorerie d'exploitation	0,0203	0,0210	0,0070
Résultat net	0,0238	0,0190	0,0073

Par ailleurs, on remarque que la MAD en t est supérieure à celle de t-1 ce qui indique que la gestion des résultats est plus importante l'année de l'annonce que celle qui la précède. Ainsi, cela nous conduit à rejeter notre deuxième hypothèse (H2 : la gestion des résultats par les firmes initiatrices est moins importante durant l'année de l'annonce

de l'opération que l'année précédente). Néanmoins, notre première hypothèse (H1 : les dirigeants des sociétés initiatrices gèrent leurs résultats un an avant l'annonce de l'opération) est ici définitivement validée puisque la MAD de 0,019 indique une non-conformité. Cela confirme que la gestion des résultats commence bien l'année de l'annonce de l'opération.

Nos résultats sont à l'effet que les résultats nets sont gérés étant donné que ces derniers ne sont pas conformes à la loi de Benford. Néanmoins, sachant que la gestion des résultats se fait à travers les *accruals*, il est important également de regarder les fréquences d'apparitions de ces chiffres. Dans ce contexte, étant donné que la gestion des résultats porte sur la partie discrétionnaire des *accruals*, on devrait s'attendre à ce que les *accruals* non discrétionnaires soient conformes à la loi de Benford alors que les *accruals* discrétionnaires ne devraient pas s'y conformer. Les résultats à ce niveau-là indiquent bien une non-conformité des *accruals* discrétionnaires avec la loi de Benford (avec une MAD de 0,0263 en t et de 0,0173 en t-1), néanmoins, ils indiquent également une non-conformité des *accruals* non discrétionnaires (avec une MAD de 0,0245 en t et 0,0173 en t-1). Par contre, on remarque que de façon générale, la déviation par rapport à la loi de Benford est moins importante au niveau des *accruals* non discrétionnaires qu'au niveau des *accruals* discrétionnaires.

Par ailleurs, ce qui est intéressant dans ces résultats également, c'est que si l'on compare les déviations de notre échantillon avec les déviations des entreprises de l'indice on relève qu'aucune donnée des entreprises de l'indice ne présente une non-conformité avec la loi. Sachant que les entreprises de l'indice ici correspondent à celles n'ayant pas lancé d'opérations de fusions-acquisitions durant notre période d'étude, ces résultats se situent donc dans la continuité des idées avancées par la littérature selon lesquelles le contexte des fusions-acquisitions serait un contexte propice à la gestion des résultats.

Le tableau 5.8 synthétise les résultats obtenus avec les deux méthodologies.

Tableau 5.8 Synthèse des résultats

Hypothèses	Méthodologie		
	Modèle de Jones	Loi de Benford	Conclusion
H1: les dirigeants des sociétés initiatrices gèrent leurs résultats un an avant l'annonce de l'opération	Validée	Validée	Hypothèse validée
H2: la gestion des résultats par les firmes initiatrices soit moins importante durant l'année de l'annonce de l'opération que l'année précédente	Validée	Rejetée	Hypothèse rejetée
H3a: les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par échange d'actions gèrent leurs résultats avant l'annonce de l'opération	Validée	N/A ¹	Validée partiellement
H3b: les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par liquidités ne recourent pas à la gestion des résultats avant l'annonce de l'opération	Validée	N/A ¹	Validée partiellement
H4: les firmes initiatrices ayant un haut score de divulgation (ESG) présentent un niveau de gestion des résultats moins important que les entreprises ayant un faible score l'année précédant l'annonce de l'opération	Validée	N/A ¹	Validée partiellement

1. L'hypothèse n'a pas pu être testée avec cette méthodologie

CONCLUSION, LIMITES ET AVENUES DE RECHERCHE

Globalement, d'après les résultats des analyses nous relevons une présence de gestion des résultats lors de la période précédant l'annonce de l'opération. Ce résultat était attendu (H1). D'autre part, on s'attendait à ce que le niveau de gestion des résultats soit plus important l'année précédant l'annonce que l'année de l'annonce. En effet, la littérature admet qu'une fois l'opération lancée, il serait trop tard pour les dirigeants d'essayer d'améliorer les bénéfices (Missonier-Piera et Ben-Amar, 2005). Néanmoins, ce résultat n'a pu qu'être confirmé partiellement. En effet, le modèle de Jones indique une gestion des résultats supérieure en t-1 alors que la loi de Benford nous indique le contraire.

En ce qui concerne les modes de paiements, nos résultats sont à l'effet que les dirigeants des sociétés acquéreuses, qu'ils financent l'opération par liquidités, échange d'actions ou financement mixte, recourent à une gestion des résultats en t et en t-1 avec des AD différents de 0 ainsi que des MAD supérieures à 0,012. Cela nous a amené à valider, d'un côté, notre H3a (les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par échange d'actions gèrent leurs résultats avant l'annonce de l'opération) et de rejeter notre H3b (les dirigeants des sociétés initiatrices finançant l'opération par liquidités ne recourent pas à la gestion des résultats avant l'annonce de l'opération). Néanmoins, on relève un niveau de gestion des résultats pour les entreprises finançant par échange d'actions ou financement hybride plus élevé. Ces résultats sont cohérents avec la littérature qui démontre que entreprises finançant l'opération par échange d'actions auraient plus d'intérêts à gérer les résultats à la hausse afin de réduire le ratio d'échange, influencer positivement le cours boursier et de ce fait de diminuer le nombre

d'actions à échanger, tout cela dans l'objectif d'éviter une dilution du capital et donc du pouvoir (Erickson et Wang, 1999).

La qualité de la divulgation a également fait l'objet de notre analyse dans cette étude. Nos résultats indiquent qu'une bonne qualité de divulgation (mesurée par le score ESG), réduit la gestion de résultats ce qui nous a permis de valider notre quatrième hypothèse (H4 : Les firmes initiatrices ayant un haut score de divulgation (ESG) présentent un niveau de gestion des résultats moins important que les entreprises ayant un faible score l'année précédant l'annonce de l'opération.).

L'un des objectifs principaux de cette étude était d'étudier la gestion des résultats avec deux méthodologies distinctes et d'en comparer les résultats. Pour notre première hypothèse nous obtenons des résultats convergents. Cela nous permet de nous conforter dans nos résultats et d'accorder plus de crédit à la loi de Benford dont l'utilisation commence à être de plus en plus répandue dans les travaux académiques ainsi que dans le monde professionnel. Néanmoins, le fait qu'on ait des résultats divergents pour H2 nous pousse à rester plus prudents face à ces conclusions. Il faudrait donc conduire plus d'études dans ce sens avant de trancher sur son efficacité.

Contrairement aux deux premières hypothèses (H1 et H2), les conclusions relatives à H3a, H3b et H4 n'ont pas pu être supportées par les deux méthodologies. En effet, dans ces deux cas nous n'avons pas pu décomposer l'échantillon pour tenir compte des critères relatifs au mode de paiement et au score ESG afin de faire l'analyse avec la loi de Benford. En effet, la décomposition de l'échantillon nous aurait donné des sous-groupes avec un nombre d'observations assez limité ne nous permettant pas de conduire l'analyse de la loi de Benford correctement, tel que préconisé par la littérature (Drake et Nigrini, 2000). Cela nous amène donc aux limites de cette étude.

La première limite est relative à la taille de l'échantillon. En effet, un échantillon beaucoup plus large d'opérations et donc un horizon temporel plus grand, aurait pu nous permettre de tester H3a, H3b et H4 avec la loi de Benford et donc de comparer les résultats des deux méthodes concernant le mode de paiement ainsi que l'ESG score. Par ailleurs, de façon générale, un échantillon plus large pourrait donner de meilleures estimations pour le modèle de Jones de même que pour la loi de Benford où plus le nombre de données est large, meilleure serait l'estimation des manipulations (Drake et Nigrini, 2000).

Une autre limite concerne la comparabilité des résultats. En effet, pour cette étude, le seul contexte retenu est le contexte canadien, ce qui ne nous permet pas de généraliser les résultats sur d'autres contextes.

D'autre part, il est à souligner qu'un écart de la loi de Benford serait par définition signe d'anomalies qui peuvent être dues à une fraude ou une simple erreur et non nécessairement une gestion des résultats. Ainsi, il est difficile de parler de gestion des résultats avec certitude, d'où l'intérêt d'avoir utilisé les deux méthodologies conjointement. Dans cette optique, le fait que la loi de Benford ne permette pas de distinguer la fraude de la gestion des résultats ou d'une simple erreur pourrait également constituer une limite inhérente à l'utilisation de cette méthodologie.

De ce fait, plusieurs perspectives de recherche sont ouvertes à l'issue de ce travail de recherche. Ainsi, parmi les avenues de recherche possibles, on pourrait reconduire l'analyse à plus grande échelle, ce qui nous permettrait de comparer les résultats des deux méthodologies concernant le mode de paiement et le score de divulgation. Par ailleurs, il serait intéressant de réaliser une étude comparative entre différents contextes géographique et détecter les différences de comportement de gestion des résultats à l'aide de ces deux méthodologies.

Prendre en considération le caractère hostile ou amical de l'OPA pourrait également constituer une avenue intéressante. En effet, dépendamment du caractère hostile ou amical de l'offre, les dirigeants pourraient avoir des motivations différentes et donc des comportements différents.

D'autre part, dans cette étude nous nous sommes concentrés sur la gestion comptable des résultats qui se fait à travers des écritures comptables et en particulier via les *accruals*. Néanmoins, les dirigeants peuvent également gérer les résultats à travers la manipulation des activités réelles. Il serait donc intéressant de voir comment est-ce que le modèle d'estimation présenté en méthodologie ainsi que la loi de Benford pourraient détecter ce genre de manipulations et si ces derniers apportent des résultats semblables.

BIBLIOGRAPHIE

- Abdul Rahman, R. et Abu Bakar, A. (2002). Earnings management and acquiring firms preceding acquisitions in Malaysia.
- Balsam, S. (1998). Discretionary accounting choices and CEO compensation. *Contemporary accounting research*, 15(3), 229-252.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R. et Lapedes, P. D. (2000). Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons*, 14(4), 441-454.
- Ben-David, I. et Roulstone, D. T. (2008). Why Do Small Stock Acquirers Underperform in the Long-Term? *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*.
- Benford, F. (1938). The law of anomalous numbers. *Proceedings of the American philosophical society*, 551-572.
- Bonache, A., Maurice, J. et Moris, K. (2010). Détection de fraudes et loi de Benford: quelques risques associés. *Revue Française de Comptabilité*(431), 24-27.
- Bonache, A. et Moris, K. (2010). Risque Associe A L'Utilisation De La Loi De Benford Pour Detecter Des Ventes Frauduleuses De Biens Innovants A La Mode. *Crises et nouvelles problématiques de la Valeur* (pp. CD-ROM).
- Botsari, A. et Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5 - 6), 633-670.
- Buckley, P. J. et Ghauri, P. N. (2002). *International mergers and acquisitions: A reader*: Cengage Learning EMEA.
- Burgstahler, D. et Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.

- Carslaw, C. A. (1988). Anomalies in income numbers: Evidence of goal oriented behavior. *The Accounting Review*, 321-327.
- Cartwright, S. et Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1-S5.
- Casta, J.-F. (2009). Théorie positive de la comptabilité. Economica, Paris.
- Chalayer Rouchon, S. (1995). *Le lissage des résultats: éléments explicatifs avancés dans la littérature*. *Comptabilité-contrôle-audit*, 2, 89-104.
- Chalençon, L. (2011). *La performance des fusions-acquisitions: une revue de la littérature*. 2ème colloque franco-tchèque "Trends in International Business".
- Christie, A. A. et Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *The Accounting Review*, 539-566.
- Collins, J. C. C. P. A. (2017). Using Excel and Benford's Law to detect fraud. *Journal of Accountancy*, 223(4), 44-50.
- Cormier, D., Houle, S. et Ledoux, M.-J. (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in an uncertain environment: Some Canadian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(1), 26-38.
- Cormier, D., Magnan, M. et Morard, B. (1998). La gestion stratégique des résultats : Le modèle anglo-saxon convient-il au contexte suisse ? *Comptabilité Contrôle Audit*, 4(1), 25-25,27,29,31,33,35,37,39,41,43,45,47.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. et Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 113-143.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The accounting review*, 61(3), 400.

- Dechow, P. M., Sloan, R. G. et Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. et Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Degeorge, F., Patel, J. et Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- Devos, E., Kadapakkam, P.-R. et Krishnamurthy, S. (2008). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Djama, C. et Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange: le cas des fusions françaises. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 12(2), 191-217.
- Drake, P. D. et Nigrini, M. J. (2000). Computer assisted analytical procedures using Benford's Law. *Journal of Accounting Education*, 18(2), 127-146.
- Durtschi, C., Hillison, W. et Pacini, C. (2004). The effective use of Benford's law to assist in detecting fraud in accounting data. *Journal of forensic accounting*, 5(1), 17-34.
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14, 29-48.
- Eddey, P. H. et Taylor, S. L. (1999). Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. *Abacus*, 35(1), 29-45.
- Eng, L. L. et Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Erickson, M. et Wang, S.-w. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27(2), 149-176.
doi:[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00008-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00008-7)

- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political economy*, 88(2), 288-307.
- Francoeur, C. et Rakoto, P. (2006). La gestion des bénéficiaires et la performance boursière: cas des entreprises acquéreuses canadiennes. *COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION (S)* (pp. CD-Rom).
- Gauvrit, N. et Delahaye, J.-P. (2008). Pourquoi la loi de Benford n'est pas mystérieuse. *Mathématiques et sciences humaines. Mathematics and social sciences*(182), 7-15.
- Ghosh, C., Giambona, E., Harding, J. P., Sezer, Ö. et Sirmans, C. (2010). The role of managerial stock option programs in governance: Evidence from REIT stock repurchases. *Real Estate Economics*, 38(1), 31-55.
- Groff, J. E. et Wright, C. J. (1989). The market for corporate control and its implications for accounting policy choice. *Advances in accounting*, 7, 3-21.
- Guan, L., Wright, C. et Sun, L. (2004). Earnings management in targeted hostile takeover firms. *Journal of forensic accounting*, 5(2), 421-432.
- Guidry, F., Leone, A. J. et Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 113-142.
- 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.
- Heron, R. et Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 37(1), 137-155.
- Hietala, P., Kaplan, S. N. et Robinson, D. T. (2003). What is the price of hubris? *Using takeover battles to infer overpayments and synergies* (No. w9265). National Bureau of Economic Research.

- Higgins, H. N. (2013). Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 44-70.
- Hill, T. P. (1998). The first digit phenomenon: A century-old observation about an unexpected pattern in many numerical tables applies to the stock market, census statistics and accounting data. *American Scientist*, 86(4), 358-363.
- Hoberg, G. et Phillips, G. (2010). Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3773-3811.
- Ioannou, I. et Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard Business School research working paper*(11-100).
- Jeanjean, T. (1999). La théorie positive de la comptabilité: une revue des critiques. Cahier de recherche du CEREQ(99-12).
- Jeanjean, T. (2001). *Contribution à l'analyse de la gestion du résultat des sociétés cotées*. 22ÈME CONGRES DE L'AFC.
- Johnson, G. C. (2009). Using Benford's Law to Determine if Selected Company Characteristics are Red Flags for Earnings Management. *Journal of Forensic Studies in Accounting & Business*, 1(2).
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 193-228.
- Jordan, C. E. et Clark, S. J. (2011). Detecting cosmetic earnings management using Benford's Law. *The CPA Journal*, 81(2), 32.
- Jordan, C. E., Clark, S. J. et Waldron, M. A. (2014). Cosmetic earnings management before and after corporate governance legislation in Canada. *Accounting and Finance Research*, 3(4), 105.
- Kandou, K. et Cormier, D. (2016). Gestion comptable et réelle des résultats et mode de financement des fusions-acquisitions. *Cahier de recherche*, 05 CIFO-UQAM.

- Kasanen, E., Kinnunen, J. et Niskanen, J. (1996). Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 283-312.
- Kinnunen, J. et Koskela, M. (2003). Who is miss world in cosmetic earnings management? A cross-national comparison of small upward rounding of net income numbers among eighteen countries. *Journal of International Accounting Research*, 2(1), 39-68.
- Le Nadant, A.-L. (1999). La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 5(2), 61-82.
- Leemis, L. M., Schmeiser, B. W. et Evans, D. L. (2000). Survival distributions satisfying Benford's law. *The American Statistician*, 54(4), 236-241.
- Ley, E. (1996). On the peculiar distribution of the US stock indexes' digits. *The American Statistician*, 50(4), 311-313.
- Liberty, S. E. et Zimmerman, J. L. (1986). Labor union contract negotiations and accounting choices. *The Accounting Review*, 692-712.
- Lin, F. et Wu, S.-F. (2015). Applying Digital Analysis to Investigate the Relationship between Corporate Governance and Earnings Management: An Empirical Analysis of Publicly Listed Companies in Taiwan. *Contemporary Management Research*, 11(3).
- Lin, J. W. et Hwang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta - analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 350-357.
- Lobo, G. J. et Zhou, J. (2001). Disclosure quality and earnings management. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 8(1), 1-20.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 121-148.

- Mard, Y. (2004). *Gestion des résultats comptables: l'influence de la politique financière, de la performance et du contrôle*. Normes et Mondialisation (pp. CD-Rom).
- Mariana, V. (2010). L'Analyse Comparative Des Fusions-Acquisitions Avec Les Autres Formes De Croissance Des Entreprises (li-Fusions-Acquisitions Vs. Alliances). *Annals of Faculty of Economics*, 1(2), 475-480.
- Meier, O. et Schier, G. (2012). *Fusions acquisitions-4e 2d.: Stratégie. Finance. Management*: Dunod.
- Missonier-Piera, F. et Ben-Amar, W. (2005). *La gestion des résultats comptables lors des fusions et acquisitions: une analyse dans le contexte suisse*. Comptabilité et Connaissances.
- Missonier-Piera, F. et Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle: une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 13(1), 137-155.
- Möller, M. (2009). Measuring the Quality of Auditing Services with the Help of Benford's Law-An Empirical Analysis and Discussion of this Methodical Approach. Available at SSRN 1529307.
- Nigrini, M. J. (1996). A taxpayer compliance application of Benford's Law. *The Journal of the American Taxation Association*, 18(1), 72.
- Nigrini, M. J. (2005). An assessment of the change in the incidence of earnings management around the Enron-Andersen episode. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 92-110.
- North, D. et O'Connell, B. (2002). Earnings management and mode of payment in takeovers. *Document de travail, University of Richmond, Virginia*.
- Perry, S. E. et Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157-179.

- Rauch, B., Götttsche, M., Brähler, G. et Engel, S. (2011). Fact and Fiction in EU-Governmental Economic Data. *German Economic Review*, 12(3), 243-255. doi:<http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0475.2011.00542.x>
- Sahut, J.-M. et Pasquini-Descomps, H. (2015). ESG impact on market performance of firms: International Evidence. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 19(2), 40-63.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91.
- Slijepcevic, S. P. et Blaskovic, B. M. A. (2014). Statistical detection of fraud in the reporting of Croatian public companies. *Financial Theory and Practice*, 38(1), 81-96.
- Stolowy, H. et Breton, G. (2004). Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework. *Review of Accounting and Finance*, 3(1), 5-92.
- Teoh, S. H., Welch, I. et Wazzan, C. P. (1999). The effect of socially activist investment policies on the financial markets: Evidence from the South African boycott. *The Journal of Business*, 72(1), 35-89.
- Vidal, O. (2010). *What should an unmanaged earnings distribution look like?* The European Accounting Association Congress 2010.
- Walker, M. M. (2000). Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth. *Financial management*, 29(1), 53-53.
- Warfield, T. D., Wild, J. J. et Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61-91.
- Watts, R. L. et Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 112-134.
- Watts, R. L. et Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*, Prentice Hall.
- Watts, R. L. et Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting Review*, 131-156.

Wu, Y. W. (1997). Management buyouts and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(4), 373-389.