



LA GESTION DES RESULTATS COMPTABLES LORS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS: UNE ANALYSE DANS LE CONTEXTE SUISSE

Franck Missonier-Piera, Ph.D., CMA.
Professeur assistant
ESSEC Business School
Département de comptabilité et de contrôle de gestion
Avenue Bernard Hirsch
BP 50105
95021 - Cergy Pontoise Cedex
missionier-piera@essec.fr

et

Walid Ben-Amar, Ph.D.
Professeur adjoint
École de gestion
Université d'Ottawa
136 Jean-Jacques Lussier
Ottawa (Ontario) K1N 6N5
Canada
benamar@management.uottawa.ca

Avril 2005

La gestion des résultats comptables lors des fusions et acquisitions: Une analyse dans le contexte Suisse

Résumé

Cette recherche examine la gestion des résultats comptables par les dirigeants d'entreprises sujettes à des offres publiques d'achat (OPA) dans le contexte Suisse. La recherche comptable suggère que les transactions de fusions et acquisitions offrent un cadre propice à la gestion des résultats tant pour les dirigeants de l'entreprise cible que pour ceux de l'acquéreur (Easterwood, 1998 ; Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002). Toutefois, les études empiriques relatives à cette question obtiennent des résultats divergents, et proviennent en outre essentiellement d'études menées dans le contexte américain.

Notre recherche se propose d'enrichir la littérature comptable à travers l'analyse de la manipulation des résultats comptables par les firmes cibles d'OPA dans un contexte Européen. Dans cette perspective, la Suisse offre un cadre intéressant en raison des caractéristiques de son marché des prises de contrôle et de la flexibilité offerte aux dirigeants dans le choix des pratiques comptables comparativement à d'autres pays.

Sur un échantillon de 50 sociétés suisses cibles d'OPA entre 1990 et 2002, nos résultats documentent une gestion significative des résultats comptables (mesurée par le niveau des accruals discrétionnaires) au cours de l'année qui précède celle de l'initiation de la transaction.

Mots clés : Gestion des résultats ; fusions et acquisitions d'entreprises ; comptabilité internationale

Earnings Management by Takeover Targets: Evidence from Switzerland

Abstract

This study examines whether takeover targets in Switzerland manage their earnings in the period preceding the initiation of the takeover. The results of the few studies testing earnings management during M&A transactions are mixed (Easterwood, 1998; Erickson and Wang, 1999; North and O'Connell, 2002). Moreover, the existing evidence is mainly based on US data and little is known about earnings management during corporate control contests outside the United States. Our research provides further international insights and thus contributes to the existing literature on earnings management during corporate control contests. To the best of our knowledge, it is one of the first studies to investigate earnings management by firms subject to takeovers in a European country. Switzerland offers an interesting setting to test earnings managements by takeover targets. The Swiss environment has specific characteristics such as an accounting regulation which prescribes few and rather flexible guidelines, leaving managers great discretion in terms of accounting policy, and a concentrated and relatively illiquid stock market which differs from "stockholders oriented" countries. This paper increases our understanding of managers accounting choices in such a "stakeholder's regime". We examine a sample of 50 Swiss firms that were takeover targets between 1990 and 2003. We use discretionary accruals as a measure of earnings management. Our findings document the existence of significant earnings management in the year preceding the takeover.

Key Words: Earnings management; Mergers and Acquisitions; International Accounting

1. Introduction

Cette recherche s'intéresse à la gestion des résultats comptables par les dirigeants d'entreprises sujettes à des offres publiques d'achat (OPA) dans le contexte Suisse. La recherche comptable (De Angelo, 1986 ; Easterwood, 1998 ; Erickson et Wang, 1999 ; North et O'Connell, 2002) suggère que les dirigeants des firmes cibles de prises de contrôle seraient tentés de gérer à la hausse les résultats comptables durant les périodes précédant l'initiation de l'OPA. En effet, la présentation de résultats à la hausse permet de convaincre les actionnaires de la bonne gestion de l'entreprise favorisant ainsi le rejet de l'offre d'achat et le maintien en poste des dirigeants. En outre, les dirigeants pourraient être tentés de gérer les résultats comptables à la hausse pour améliorer le ratio d'échange et maximiser le prix de la transaction offert à leurs actionnaires.

Toutefois, les études empiriques relatives à cette question obtiennent des résultats divergents. En effet, alors que Easterwood (1998) et North et McConnell (2002) documentent une gestion positive des résultats par les dirigeants de la cible au cours des trimestres qui précèdent l'initiation de la transaction, Erickson et Wang (1999) ne sont pas en mesure de conclure à l'existence d'une gestion des résultats par les dirigeants des entreprises cibles. Par ailleurs, la littérature comptable relative à cette question est essentiellement basée sur les résultats d'études menées dans le contexte américain. Notre recherche se propose d'enrichir la littérature comptable à travers l'analyse des manipulations des résultats comptables par les firmes cibles de prises de contrôle dans un contexte Suisse. A notre connaissance, notre recherche est parmi les premières à porter sur la gestion des résultats dans le cadre des fusions et acquisitions dans un environnement européen.

Le contexte Suisse offre un cadre intéressant pour l'analyse de la gestion des résultats par les dirigeants des firmes cibles d'OPA. Tout d'abord, les normes comptables suisses offrent une grande flexibilité aux dirigeants dans le choix des pratiques comptables comparativement aux normes anglo-saxonnes (Cormier et al., 2000 ; Missonier-Piera, 2004). De plus, le contexte Suisse se caractérise par une concentration de la propriété des entreprises ainsi que par un marché financier relativement peu liquide (Hilary, 2003). Notre recherche améliore notre compréhension des déterminants des choix comptables dans un environnement de présentation de l'information financière orienté vers l'ensemble des parties prenantes ('Stakeholders Regime') et non seulement les investisseurs (actionnaires).

Notre échantillon de recherche comprend 50 sociétés suisses cotées ayant fait l'objet d'une OPA entre 1990 et 2002. La gestion des résultats comptables est mesurée par le niveau des accruals discrétionnaires. L'existence d'un niveau significatif d'accruals discrétionnaires au cours de l'année précédant celle de l'annonce de la transaction serait cohérent avec l'hypothèse selon laquelle les dirigeants d'entreprises cibles d'OPA en Suisse procèdent à une gestion opportuniste des résultats comptables. Les résultats obtenus confirment une gestion significative des résultats au cours de l'année qui précède celle de l'initiation de la transaction.

Cet article est organisé comme suit. La prochaine section décrit les spécificités du contexte institutionnel Suisse. La troisième section résume la littérature pertinente portant sur la gestion des résultats dans le contexte des fusions et acquisitions. La quatrième section décrit la méthodologie de recherche (caractéristiques de l'échantillon et définition des variables dépendantes). Les résultats obtenus sont présentés et discutés dans la cinquième section et sont suivis par une conclusion.

2. Le contexte institutionnel Suisse

Au cours des dernières années, l'environnement comptable Suisse a connu des changements importants. La réglementation comptable Suisse est essentiellement d'origine légale. Les entreprises doivent respecter en la matière le Code fédéral des Obligations¹ (datant de 1881), dont la dernière révision remonte à 1992. Toutefois, le Code des obligations ne contient que très peu de règles ou principes comptables. En théorie, cette absence de contraintes légales offre aux entreprises le choix d'un grand nombre de méthodes comptables. Ainsi, par exemple, selon l'article 669 CO al. 3, les entreprises sont autorisées à utiliser des réserves latentes pour lisser leur résultats comptables : « Des réserves latentes supplémentaires sont admissibles dans la mesure où elles sont justifiées pour assurer d'une manière durable la prospérité de l'entreprise ou la répartition d'un dividende aussi constant que possible compte tenu des intérêts des actionnaires ». Depuis 1996 les entreprises cotées sur le Swiss Exchange Market (SWX) doivent — en plus du Code des Obligations — respecter les Swiss GAAP RPC, avec la possibilité de présenter leurs comptes selon les IFRS ou les US GAAP. Les Swiss GAAP RPC sont des normes publiées par la Fondation pour les Recommandations relatives à la Présentation des Comptes créée en 1984

¹ Les règles et principes comptables généralement admis en Suisse pour les entreprises par actions sont édictés par les articles 662 à 673 du CO.

(FER - *Fachkommission für Empfehlungen zur Rechnungslegung*). La FER est l'organisme suisse de normalisation comptable établi sur le modèle américain du FASB (*Financial Accounting Standards Board*). Elle a pour but d'établir des recommandations susceptibles d'améliorer la qualité et la comparabilité des états financiers, et d'harmoniser les pratiques comptables avec les normes internationales. Les normes de la FER concernent essentiellement les comptes consolidés. L'utilisation conjointe de normes de différents organismes est assez courante en Suisse. Ainsi, les entreprises cotées se réfèrent souvent aux IAS (IFRS), aux Directives Européennes ou aux Swiss GAAP RPC simultanément. On considère généralement que les RPC sont moins contraignantes que les IAS, mais qu'elles le sont plus que les Directives Européennes (Achleitner, 1997, p. 209). Cette absence de véritables contraintes du système comptable suisse en matière de choix de normes de comptabilisation et de présentation des comptes offre une opportunité de tester l'existence de la gestion des résultats comptables précédent l'annonce d'OPA dans un environnement.

3. Revue de la littérature

La théorie comptable positive (Watts et Zimmerman, 1986) nous apprend que les dirigeants choisissent d'appliquer les normes comptables soit de façon efficiente, dans le but de maximiser la valeur de l'entreprise pour les actionnaires, ou simplement de façon opportuniste, visant l'atteinte d'objectifs personnels au détriment des autres parties prenantes. Les chercheurs en comptabilité ont tenté d'appliquer cette théorie au contexte particulier des fusions et acquisitions d'entreprises. Du côté de la cible, une gestion efficiente des résultats aurait pour but d'influencer positivement le prix d'achat que recevront les actionnaires ou de réduire le risque post-acquisition. Une gestion opportuniste des dirigeants de la cible servirait plutôt à contrer l'offre publique d'achat (OPA) et éviter la perte de leur emploi. Du côté de l'acquéreur, la gestion des résultats permettrait d'influencer le ratio d'échange et par conséquent le prix d'acquisition particulièrement lors des transactions financées par échange d'actions.

Compte tenu des motivations théoriques à la gestion des résultats comptables dans le contexte des fusions et acquisitions, la littérature empirique comptable s'est intéressée à la manipulation des résultats comptables lors des offres publiques d'acquisitions ainsi que lors des propositions de rachat par les cadres dirigeants (MBO). L'annexe A présente un tableau récapitulatif de la

recherche comptable portant sur la question de la manipulation comptable dans le contexte des fusions et acquisitions.

3.1 Gestion des résultats comptables lors des offres publiques d'achat

La question de la manipulation des résultats comptables lors des OPA a été abordée dans la littérature comptable tant du point de vue des dirigeants de l'entreprise cible que ceux de l'acquéreur.

3.1.1 Gestion des résultats comptables par les dirigeants de l'entreprise cible

La gestion des résultats comptables par les dirigeants de la cible a été considérée par les chercheurs en comptabilité soit comme un élément déclencheur de la transaction (Groff et Wright, 1989; Christie et Zimmerman, 1994), soit comme un mécanisme d'enracinement des dirigeants (Easterwood, 1998; Eddey et Taylor, 1999) ou enfin comme permettant d'influencer la valeur de la firme (Erickson et Wang, 1999; North et O'Connell, 2002)

Les premières recherches portant sur la manipulation des résultats examinent justement la possibilité que celle-ci soit un élément déclencheur d'une prise de contrôle hostile. Ces études (Groff et Wright, 1989; Christie et Zimmerman, 1994) considèrent que les dirigeants des sociétés cibles sont susceptibles de faire preuve d'opportunisme dans leurs choix de pratiques comptables. En effet, durant la période précédant une prise de contrôle hostile, on suppose que certains mécanismes de contrôle, notamment le conseil d'administration et le marché des cadres dirigeants, ne sont pas aussi efficaces qu'en temps normal, et cela incite les dirigeants à faire preuve d'opportunisme dans leurs choix comptables. L'intervention disciplinaire du marché des prises de contrôle vise à corriger ce type de comportement.

Groff et Wright (1989) examinent la possibilité que les dirigeants des sociétés cibles aient opté systématiquement pour des pratiques comptables ayant un effet positif sur le bénéfice comptable au cours de l'année précédant l'OPA. A cet effet, ils analysent les choix comptables d'un échantillon de 79 sociétés cotées américaines ayant été les cibles d'une prise de contrôle entre 1975 et 1979 et montrent que les dirigeants des sociétés cibles d'une OPA utilisent plus fréquemment des pratiques comptables ayant un effet positif sur le bénéfice que ceux des sociétés

de l'échantillon de contrôle. Christie et Zimmerman (1994) essaient de distinguer l'opportunisme de l'efficacité quant au choix de pratiques comptables en analysant la fréquence relative de l'utilisation des méthodes comptables qui augmentent les résultats comptables par les dirigeants des sociétés cibles entre 1981 et 1988 comparativement à celle des autres firmes de leur industrie. Ils observent que les cibles des prises de contrôle optent plus fréquemment pour des méthodes comptables ayant un effet positif sur les résultats que les firmes de leur industrie au cours des années précédant la tentative de prise de contrôle. Toutefois, étant donné que la magnitude de cette différence est relativement faible (3 à 4%, selon le choix comptable), ils concluent que même s'ils peuvent soupçonner l'existence d'opportunisme dans les choix des dirigeants des cibles d'OPA, l'efficacité demeure probablement le premier déterminant de leurs choix de pratiques comptables.

D'autres chercheurs (Easterwood, 1998 ; Edey et Taylor, 1999) considèrent la gestion des résultats comme étant une réaction opportuniste à l'annonce d'une transaction hostile. En effet, les dirigeants de la société cible peuvent utiliser leurs résultats comptables comme mécanisme de défense anti-OPA, créant ainsi des conditions qui pourraient faire échouer l'offre et conserver leurs postes de direction et tous les avantages qui s'y rattachent. Une gestion à la hausse des résultats comptables lors des périodes qui précèdent et qui suivent immédiatement l'annonce de l'offre d'achat aura pour objectif de convaincre les actionnaires de la société cible que les dirigeants s'acquittent bien de leur tâche de gestion, que la prime offerte est trop faible et qu'il serait de leur intérêt de rejeter l'offre.

Toutefois, ces études obtiennent des résultats divergents quant à la gestion des résultats par les dirigeants de l'entreprise cible. En analysant un échantillon de 110 cibles d'une OPA aux États-Unis au cours de la période 1985-1989, Easterwood (1998) documente une gestion à la hausse des *accruals* discrétionnaires au cours du trimestre précédant l'OPA mais non pas au cours de celui qui suit le lancement de l'OPA. Une fois l'OPA lancée, il semblerait donc qu'il soit trop tard pour que les dirigeants tentent d'améliorer les bénéfices et convaincre les actionnaires de la cible de l'efficacité de leur gestion.

Edey et Taylor (1999) analysent la gestion des *accruals* en fonction des recommandations des dirigeants des sociétés cibles d'un échantillon de 43 OPA en Australie. Les lois des valeurs mobilières australiennes exigent des dirigeants de l'entreprise cible qu'ils transmettent aux

actionnaires une recommandation quant à l'offre reçue. Dans l'hypothèse d'une gestion opportuniste des résultats, les dirigeants opposés à l'offre devraient gérer à la hausse les résultats pour convaincre les actionnaires que le prix offert n'est pas intéressant compte tenu des bons résultats financiers de la société. Toutefois, ils obtiennent des résultats contraires à leur hypothèse. En effet, les dirigeants recommandant le rejet de l'offre à leurs actionnaires semblent gérer plutôt à la baisse les résultats comptables au cours de l'année de l'offre. En revanche, ils n'observent aucune gestion significative des *accruals* discrétionnaires par les dirigeants recommandant l'acceptation de l'offre à leurs actionnaires.

Enfin, la gestion des bénéfices comptables peut être efficiente et donc servir aux dirigeants et aux actionnaires. La littérature en finance et en comptabilité (par exemple, DeAngelo, 1986 et Erickson et Wang, 1999) montre que dans un contexte de fusions et acquisitions, 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 lors des propositions de rachat par les cadres dirigeants. Dans un tel contexte, les gestionnaires pourraient être tentés de manipuler les résultats comptables pour influencer l'évaluation de l'entreprise qu'ils dirigent.

En analysant un échantillon de fusions complétées aux États-Unis sur la période 1985-1990, Erickson et Wang (1999) ne documentent pas de gestion des *accruals* par les dirigeants de la cible au cours des trimestres autour des dates d'annonce, d'acceptation et de réalisation de la transaction. Ils attribuent l'absence de manipulation des *accruals* discrétionnaires au timing de la transaction. En effet, à la différence des dirigeants de l'acquéreur qui sont en mesure d'identifier et de planifier le moment de l'acquisition, les dirigeants de la cible pourraient ne pas anticiper le lancement de l'offre publique et seraient moins susceptibles de pratiquer une gestion opportuniste à la hausse des résultats comptables.

North et O'Connell (2002) testent de leur côté l'impact de la méthode de financement de la transaction sur la gestion des *accruals* discrétionnaires par les dirigeants de la société cible. Ils émettent l'hypothèse que les dirigeants de la cible recevant une contrepartie en actions seront plus fortement incités à gérer les résultats à la hausse durant la période précédant l'offre que les dirigeants recevant une contrepartie en argent liquide. Lorsqu'il y a financement d'une offre par

échange d'actions, les actionnaires de la cible se retrouvent le plus souvent actionnaires de la société résultante et, donc, dans une position plus risquée que s'ils avaient été payés en argent liquide. En réponse à cette incertitude accrue, North et O'Connell (2002) soutiennent que les dirigeants de la société cible chercheront à améliorer le ratio d'échange en contrepartie du risque plus élevé que leurs actionnaires devront assumer. Ainsi, les dirigeants de la cible pourraient gérer à la hausse les résultats dans l'objectif de négocier un ratio d'échange plus favorable avec les dirigeants de l'acquéreur. Leurs résultats révèlent que le mode de financement de la transaction affecte significativement la gestion des accruals discrétionnaires. Pour les transactions financées par actions, on note que les accruals discrétionnaires sont significativement positifs au cours du trimestre précédant l'offre et il en est de même pour le trimestre suivant. Les résultats montrent également que la gestion à la hausse des résultats est obtenue surtout à travers la manipulation d'éléments du besoin en fond de roulement (working capital items) comme les comptes clients et les comptes fournisseurs. Cependant, pour les transactions financées par paiement en espèces, ils ne documentent aucune gestion des accruals aussi bien au cours du trimestre précédant que celui suivant immédiatement l'annonce de la transaction.

3.1.2 La gestion des résultats par les dirigeants de l'acquéreur

Dans le cas d'une offre publique financée par échange d'actions, Erickson et Wang (1999) croient que les dirigeants de l'acquéreur peuvent être motivés à gérer à la hausse les résultats afin d'influencer le ratio d'échange. Lors de l'annonce d'une transaction, les dirigeants des deux sociétés impliquées s'entendent tout d'abord sur un prix d'achat. Par la suite, le ratio d'échange est déterminé sur la base du cours boursier à la date de la signature d'un accord final entre les deux parties. Par conséquent, les dirigeants de l'acquéreur sont incités à gérer à la hausse les résultats comptables au cours des trimestres qui précèdent l'accord final pour accroître les cours boursiers et ainsi diminuer le nombre d'actions échangées contre celles de la société cible. La gestion à la hausse des résultats trimestriels de l'acquéreur permet ainsi d'atteindre un double objectif : réduire le coût de la transaction pour les actionnaires et limiter la dilution de la participation des actionnaires au capital-actions. Alors la gestion des résultats par les dirigeants de l'acquéreur serait plutôt considérée comme efficiente. De nouveaux, les études empiriques menées à ce jour sur le sujet obtiennent des résultats contradictoires.

Erickson et Wang (1999) montrent que, lors des transactions financées par échange d'actions, les sociétés acquéreuses gèrent à la hausse leurs résultats trimestriels au cours de la période précédant l'annonce de la transaction. Ils documentent également que la gestion des accruals discrétionnaires s'accroît à mesure que la taille relative de la transaction augmente. Ces résultats suggèrent que lorsque la taille de la cible est relativement élevée, les bénéfices économiques tirés de la gestion des résultats sont plus importants et que les dirigeants sont plus fortement incités à pratiquer une gestion à la hausse des résultats comptables. Cependant, Heron et Lie (2002) examinent les accruals discrétionnaires d'un échantillon de 657 firmes américaines ayant réalisé des acquisitions au cours de la période 1985-1997 et ne documentent aucune gestion des résultats par ces firmes durant chacune des trois années précédant celle de l'annonce de la transaction.

L'étude de Thauvron (2000) est l'une des premières recherches à tester la gestion des résultats lors d'offres publiques d'achat dans le contexte Européen. L'auteur s'intéresse particulièrement à la gestion des résultats comptables par les dirigeants de sociétés cotées françaises cibles d'offres de renforcement du contrôle ou de fermeture du capital. Il teste l'hypothèse que les dirigeants des entreprises qui lancent une offre publique sur l'une de leurs filiales manipulent à la baisse les résultats comptables de cette dernière afin de minimiser le prix offert. En analysant un échantillon de 95 cibles d'offres de renforcement du contrôle ou de fermeture de capital au cours de la période 1994-1997, Thauvron (2000) met en évidence une gestion à la baisse des résultats comptables avant le lancement de l'offre d'achat.

3.2 Gestion des résultats comptables lors des Management Buy-Out (MBO)

Les propositions de rachat de l'entreprise par les cadres dirigeants (MBO) constituent également un contexte propice à la manipulation opportuniste des résultats. Compte tenu de l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants, ces derniers disposent d'une meilleure connaissance des perspectives futures ainsi que de la «juste» valeur de l'entreprise. Les dirigeants peuvent donc chercher à gérer à la baisse les résultats au cours des périodes précédant la proposition de MBO, l'objectif étant de payer le plus bas prix possible aux actionnaires.

Les études menées à ce jour sur la gestion des résultats comptables dans le contexte des MBO obtiennent aussi des résultats contradictoires. La première étude significative sur le sujet, celle de DeAngelo (1986), mesure l'évolution des accruals d'un échantillon de 64 sociétés ouvertes

américaines ayant fait l'objet d'un MBO entre 1973 et 1982. En utilisant un modèle simple qui suppose que les accruals discrétionnaires de l'exercice en cours devraient correspondre au total des accruals de l'exercice précédant, elle ne peut confirmer l'hypothèse d'une gestion systématique à la baisse des résultats comptables durant la période précédant la proposition de MBO. L'auteure attribue l'absence de résultats significatifs à l'attention particulière que suscite ces transactions auprès des vérificateurs, des banquiers d'affaire ainsi que des actionnaires externes qui engagent régulièrement des poursuites judiciaires à l'encontre des dirigeants qui initient ces opérations de MBO.

Certaines limites méthodologiques observées chez DeAngelo (1986) incitent Perry et Williams (1994) à réexaminer la question. Ils utilisent une mesure plus sophistiquée de la gestion des accruals, soit celle proposée par Jones (1991). De plus, ils limitent leur analyse aux propositions de MBO qui n'ont pas été initiées suite à une OPA². Dans la mesure où la manipulation des résultats dans le contexte des MBO présuppose que les dirigeants ont bien planifié leur proposition, il est peu probable de détecter une gestion à la baisse des résultats lors des transactions initiées par les dirigeants en réaction à des OPA hostiles. Leur échantillon comprend 175 sociétés américaines ayant fait l'objet d'une proposition de rachat initiée par les dirigeants durant la période 1981-1988. Les résultats font ressortir une gestion systématique à la baisse des résultats au cours de l'année qui précède le lancement de l'offre de rachat par les dirigeants. En répliquant leur méthodologie sur l'échantillon de DeAngelo, Perry et Williams n'observent pas une gestion à la baisse des résultats comptables lors de l'année précédant le MBO. Les auteurs attribuent la différence de résultats des deux études à la nature des échantillons examinés plutôt qu'à la méthodologie utilisée.

Wu (1997) propose une méthodologie différente pour analyser les manipulations comptables d'un échantillon de 87 firmes faisant l'objet d'une proposition de MBO sur la période 1980-1987. La manipulation des résultats est évaluée par le changement des résultats ajusté au niveau de l'industrie (*industry adjusted changes in earnings*). Les résultats de Wu (1997) font ressortir que les dirigeants diminuent significativement les résultats comptables au cours de l'année qui précède la proposition de rachat. Par ailleurs, en répliquant sa méthodologie sur l'échantillon de

² En fait, quatorze des soixante quatre transactions de MBO de l'échantillon de DeAngelo (1986) ont été initiées par les dirigeants suite à une OPA hostile.

DeAngelo (1986), Wu observe, contrairement aux résultats de DeAngelo, une manipulation à la baisse des résultats comptables au cours de la période précédant le MBO.

Le Nadant (1999) examine la gestion des accruals discrétionnaires d'un échantillon de 118 LBO comprenant 60 MBO en France entre 1994 et 1997. En se basant sur le modèle de DeAngelo (1986) pour l'estimation des accruals discrétionnaires, elle n'observe pas une manipulation significative à la baisse des résultats au cours de la période précédant la proposition de rachat.

Plus récemment, Begley et al. (2003) analysent l'impact des mécanismes de gouvernance sur la gestion des résultats lors des propositions de MBO. A cet effet, ils examinent les accruals anormaux d'un échantillon 79 firmes faisant l'objet d'une proposition de MBO entre 1984 et 1987. Conformément aux études de Perry et Williams et de Wu, ils documentent une manipulation à la baisse des résultats comptables au cours de l'année précédant la proposition de MBO. Leurs résultats montrent également que certains mécanismes de gouvernance semblent dissuader les dirigeants de manipuler les résultats au cours de l'année précédant la proposition de MBO. En particulier, la présence d'administrateurs indépendants sur le conseil d'administration ainsi que l'octroi d'un régime de rémunération incitatif basé sur les actions réduit significativement le niveau de manipulation des résultats comptables. Toutefois, la structure de propriété ainsi que le niveau d'endettement ne semble pas affecter la gestion opportuniste des résultats.

Au terme de cette revue de la littérature pertinente, force est de constater la divergence des résultats des études antérieures relatives à la gestion des résultats dans le contexte des fusions et acquisitions. L'examen de cette question dans le contexte suisse, caractérisé par un environnement amical de prises de contrôle, permettra d'enrichir la littérature comptable.

4. Méthodologie de recherche

4.1 Sélection de l'échantillon

Notre échantillon de recherche a été collecté à partir de la base de données SDC *Worldwide Mergers & Acquisitions*. Pour faire partie de l'échantillon, les firmes devaient répondre aux critères suivants : (1) la société doit être cotée au Swiss Exchange Market (SWX); (2) la société doit avoir fait l'objet d'une OPA entre 1990 et 2002; (3) L'OPA doit porter sur 20% des actions en circulation de la société cible et (4) les données comptables et financières doivent être disponibles dans les bases de données des universités de Genève et de Lausanne. Ces critères nous ont permis la sélection de 50 firmes cibles d'une offre d'acquisition. Une première analyse de notre échantillon de recherche nous a permis de constater que l'ensemble de notre échantillon comprend exclusivement des transactions amicales. Compte tenu de la concentration de la propriété qui caractérise le contexte Suisse (Faccio et Lang, 2002), il n'est pas surprenant que le transfert du contrôle des entreprises se fasse sur une base amicale et négociée entre les directions des deux entreprises impliquées dans la transaction.

Par ailleurs, notre échantillon de recherche a été apparié à un échantillon de firmes de contrôle n'ayant pas fait l'objet d'une OPA et qui ont été sélectionnées selon les critères de l'industrie (Code SIC à deux chiffres) et la taille (mesurée par le total du chiffre d'affaires). Les données relatives aux firmes de l'échantillon de contrôle ont été collectées à partir des rapports annuels des entreprises Suisses disponibles aux universités de Genève et de Lausanne. Les tableaux 1 et 2 présentent des statistiques descriptives au sujet des firmes de l'échantillon test et celui de contrôle au cours de l'année qui précède l'initiation de la transaction.

Insérer tableaux 1 et 2 ici

4.2 Modèles de régression et définition des variables

Cette recherche s'intéresse à la gestion des résultats au cours de l'année fiscale terminée avant celle de l'initiation de l'offre d'acquisition. Cette période est considérée par la recherche comptable (Perry et Williams, 1994) comme étant celle où il serait possible de bien observer la manipulation des résultats même si cette gestion des résultats pourrait avoir eu lieu plusieurs années avant le lancement de l'offre d'acquisition. Par ailleurs, nous assumons que les dirigeants

d'entreprises cibles d'offres amicales d'acquisitions tenteront de gérer les résultats comptables à travers la manipulation des accruals discrétionnaires, c'est-à-dire la portion sur laquelle ils exercent un contrôle.

Les accruals totaux sont calculés comme étant la différence entre le bénéfice net et les flux monétaires provenant des activités d'exploitation. Notre analyse sera concentrée sur les accruals discrétionnaires du fond de roulement (working capital accruals) car les gestionnaires disposent de plus de contrôle et de pouvoir de manipulation sur les accruals à court terme que sur ceux à long terme. Le total des accruals (TA) est mesuré comme étant le changement des éléments du besoin en fond de roulement hors caisse moins les charges d'amortissement et de dépréciation.

$$TA = [\Delta \text{Actif à CT} - \Delta \text{Encaisse}] - [\Delta \text{Passif à CT} - \Delta \text{Portion à CT de la dette à LT}] - \text{Charges d'amortissement et de dépréciation} .$$

Le total des accruals peut être décomposé en une portion discrétionnaire et une deuxième portion non discrétionnaire. Dans la mesure où la gestion des résultats porte uniquement sur la portion discrétionnaire, il faut distinguer celle-ci de la portion non discrétionnaire. Nous utilisons le modèle de Jones (1991) pour faire cette distinction. Ce modèle largement utilisé par les chercheurs en comptabilité a l'avantage de contrôler pour les facteurs qui échappent au contrôle des dirigeants et qui affectent les accruals de l'entreprise. Ce modèle introduit deux facteurs de contrôle : les revenus totaux et le total des immobilisations. La variable «Revenus Totaux» permet de contrôler pour les facteurs de l'environnement économique qui ont un impact sur les accruals. Les immobilisations servent à contrôler pour la portion non discrétionnaire relative à la charge d'amortissement. Le modèle se présente comme suit :

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_i \left[\frac{1}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_{1,i} \left[\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \beta_{2,i} \left[\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$TA_{i,t}$ = Le total des accruals de la période t pour la firme i,

$\Delta REV_{i,t-1}$ = Variation des revenus entre les périodes t et t-1 pour la firme i,

$PPE_{i,t}$ = Le montant des immobilisations à la fin de la période t pour la firme i,

$A_{i,t-1}$ = Le total de l'actif à la fin de la période t-1 pour la firme i,

- $\varepsilon_{i,t}$ = Le terme d'erreur à la période t pour la firme i ,
 i = 1, ..., N firmes,
 t = 1, ..., T années (les périodes d'estimations varient entre trois et huit années)

Les paramètres de l'équation (1) sont obtenus par une estimation selon les moindres carrés ordinaires (MCO). Toutes les variables de la régression sont standardisées $A_{i,t-1}$ (le total de l'actif à la fin de la période $t-1$) pour atténuer les problèmes d'hétéroscédasticité. En raison de la non disponibilité de données chronologiques suffisantes pour l'estimation des modèles de régression par firme, nous avons estimé les modèles par industrie (code SIC à un chiffre et code SIC à deux chiffres). Pour cela, selon le cas, les modèles ont été estimés sur le nombre d'années le plus élevé en fonction de la disponibilité des données relativement aux années qui précèdent la période de manipulation des résultats.

Cette procédure nous permet d'obtenir des estimations de paramètres (a_i et b_i) par industrie pour toutes les firmes de l'échantillon. Les accruals discrétionnaires (ou accruals anormaux) sont calculés comme suit :

$$DA_{i,p} = \frac{TA_{i,p}}{A_{i,p-1}} - \left(a_i \left[\frac{1}{A_{i,p-1}} \right] + b_{1,i} \left[\frac{\Delta REV_{i,p}}{A_{i,p-1}} \right] + b_{2,i} \left[\frac{PPE_{i,p}}{A_{i,p-1}} \right] \right) \quad (2)$$

où,

- $DA_{i,p}$ = Accruals discrétionnaires pour la firme i durant la période p ,
 $a_i, b_{j,i}$ = Coefficients estimés ($j = 1,2$) pour la firme i
 p = Périodes de manipulation des résultats.

5. Résultats

L'hypothèse de gestion des résultats comptables dans le cadre des fusions et acquisitions prédit que les dirigeants d'entreprises cibles de transactions pourraient avoir des motivations différentes à la gestion des résultats comptables selon le caractère amical ou hostile de la transaction. En effet, les transactions hostiles sont de nature disciplinaire et visent souvent à destituer l'équipe de direction en poste et la remplacer par une nouvelle équipe qui aura pour mission de mettre en œuvre des stratégies différentes et de corriger l'inefficience managériale précédente (Morck, Shleifer et Vishny, 1988). Ainsi, les dirigeants des cibles de transactions hostiles seront tentés de

gérer à la hausse les résultats comptables au cours des périodes précédant l'initiation de la transaction pour convaincre les actionnaires de la cible de rejeter l'offre.

En revanche, les dirigeants de cibles de transactions amicales seront généralement maintenus en poste après la transaction pour la poursuite de l'application du plan stratégique négocié (Morck et al., 1988). Ainsi, ils seraient plutôt motivés de gérer à la baisse les résultats comptables au cours des périodes qui précèdent l'annonce de la transaction pour faciliter la conclusion de l'acquisition et ainsi présenter de meilleurs résultats au cours de la période post-acquisition.

Les résultats présentés au tableau 3 soutiennent l'hypothèse de gestion des résultats comptables au cours de l'année qui précède l'annonce de l'acquisition. Le niveau moyen des accruals discrétionnaires pour les firmes de l'échantillon test est négatif et statistiquement différent de zéro (moyenne = -0,0383; médiane = -0,0269). Les firmes de l'échantillon de contrôle affichent un niveau moyen d'accruals discrétionnaires légèrement négatif mais non significativement différent de zéro (moyenne = -0,0085; médiane = 0,0092). Ces résultats suggèrent que les dirigeants des firmes suisses sujettes à des offres d'acquisitions amicales procèdent à une gestion opportuniste des résultats au cours de l'année qui précède celle de l'annonce de la transaction.

Insérer tableau 3 ici

Le tableau 4 présente les résultats de la comparaison des niveaux moyens des accruals discrétionnaires entre les deux groupes test et de contrôle. Les tests paramétriques ainsi que non paramétriques font ressortir une différence significative entre les deux groupes au cours de l'année précédant celle de la transaction. Ces résultats confirment ceux du tableau 3 et montrent que les dirigeants des firmes suisses cibles de transactions amicales manipulent à la baisse les résultats comptables au cours de l'année qui précède celle d'initiation de la transaction. Nous avons également procédé à des tests supplémentaires en utilisant une version modifiée du modèle de Jones (1991). Les résultats présentés en annexe B sont similaires même s'ils sont moins significatifs (voir tableaux 5, 6, 7 et 8 présentés en Annexe B).

Insérer tableau 4 ici

Les résultats obtenus diffèrent de ceux des recherches antérieures (Easterwood, 1998; Erickson et Wang, 1999; North et O'Connell, 2002) qui se sont intéressées exclusivement à la problématique de la gestion des résultats dans un contexte américain caractérisé par un marché des prises de contrôle hostile. Dans un tel contexte, les dirigeants des cibles de prises de contrôle sont incités à gérer à la hausse les résultats comptables pour convaincre les actionnaires de rejeter l'offre d'acquisition. En revanche, nos résultats montrent que dans le marché Suisse des prises de contrôle, où les transactions de fusions et acquisitions sont négociées sur une base amicale, les dirigeants des sociétés cibles pourraient avoir des motivations différentes à la gestion des résultats. Dans la mesure où les prises de contrôle (de notre échantillon) sont toutes amicales, les motivations des dirigeants des entreprises cibles se rapprochent du cas des MBO, où le but de la gestion des résultats comptables à la baisse est de baisser le prix des titres. Dans le cas présent, cet objectif serait cohérent avec une volonté de faciliter la transaction, puisqu'elle est amicale.

6. Conclusion

Cette recherche examine la gestion des résultats comptables par les dirigeants des firmes sujettes à des offres d'acquisitions en Suisse. Le contexte Suisse offre un cadre intéressant pour l'examen de cette question de recherche. La réglementation comptable Suisse offre une grande flexibilité aux dirigeants dans le choix des pratiques comptables. De plus, comme d'autres pays européens, la Suisse se caractérise par une concentration de la propriété et le contrôle des sociétés cotées en bourse (Faccio et Lang, 2002) et par un environnement de prises de contrôle amical. Notre recherche se propose donc de contribuer à la littérature comptable à travers l'analyse de la gestion des résultats dans le cadre d'acquisitions négociées sur une base amicale.

Nos résultats montrent que les dirigeants des firmes sujettes à des offres d'acquisitions amicales procèdent à une gestion à la baisse des résultats comptables durant l'année qui précède celle de l'annonce de la transaction. Ces résultats diffèrent de ceux obtenus par les études américaines qui ont surtout examiné la gestion des résultats par les dirigeants de cibles de transactions hostiles. Dans un environnement de prises de contrôle hostiles, les dirigeants des firmes cibles sont incités à gérer à la hausse les résultats durant les périodes qui précèdent l'annonce de la transaction. Les résultats de notre étude suggèrent que dans un environnement de prises de contrôle négociées sur

une base amicale, comme le contexte Suisse, les dirigeants des firmes cibles auraient des motivations différentes pour la gestion des résultats comptables. Ces résultats soulignent l'importance de la distinction entre les transactions amicales et hostiles dans les études portant sur les choix comptables adoptés par des firmes impliquées dans des transactions de fusions et acquisitions.

Tableau 1
Statistiques descriptives

Quartiles

	Moy	Ecart-type	1^{er}	2^{ème}	3^{ème}
Pourcentage d'actions acquises (%)	57.79	35.55	21.5	53.3	100
Valeur des transactions (millions d'euros)	1'574.6	4'609.6	86.8	428.7	947.8

Tableau 2
Description des firmes de l'échantillon (en millions de Francs Suisses)

<i>Panel A: Firmes de l'échantillon test</i>					
	Moy	Ecart-type	Quartiles		
			1^{er}	2^{ème}	3^{ème}
Ventes	1'768.2	4'452.5	187.6	455.0	1'226.0
Actif total	2'613.1	9'549.0	185.9	418.7	1'536.3
Bénéfice net	115.6	527.2	2.4	20.8	70.7
CFO*	192.7	818.3	— 0.007	27.1	68.5

<i>Panel B: Firmes de contrôle</i>					
	Moy	Ecart-type	Quartiles		
			1^{er}	2^{ème}	3^{ème}
Ventes	1'661.8	4'348.1	197.5	417.5	1'300.6
Actif total	2'257.7	7'931.0	209.5	490.2	1'234.3
Bénéfice net	175.6	864.3	2.7	14.2	49.7
CFO*	266.4	1'026.1	14.4	32.8	136.6

* Flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation

Tableau 3 : Modèle de Jones (1991)

Comparaison des accruals discrétionnaires (DA) pour les firmes de l'échantillon test et celles de l'échantillon de contrôle

	Échantillon test		Échantillon de contrôle	
	Année — 1	Année — 2	Année — 1	Année — 2
Moyenne	— 0.0383 ***	— 0.0174	— 0.0085	— 0.0147
Écart type	0.0291	0.0945	0.0839	0.0995
1 ^{er} quartile	— 0.0863	— 0.0468	— 0.0396	— 0.0466
Médiane	— 0.0269	— 0.0073	0.0092	— 0.0198
3 ^{ème} quartile	0.0231	0.0279	0.0421	0.0278

*, **, *** significativement différent de zéro à un niveau de 10%, 5% et 1 % respectivement

Tableau 4 : Comparaison des moyennes

	Année — 1			Année — 2		
	Moyenne	Rang	Tests	Moyenne	Rang	Tests
DA _p	$\mu_0 = -0.0006$	$R_0 = 57.34$	$t = -2.39^{***}$	$\mu_0 = -0.0040$	$R_0 = 48.92$	$t = -1.04$
	$\mu_1 = -0.0386$	$R_1 = 44.84$		$\mu_1 = -0.0503$	$R_1 = 46.98$	
	$Z = -2.10^{**}$			$Z = -0.34$		

0 désigne les firmes de l'échantillon de contrôle et 1 désigne les firmes de l'échantillon test.

Bibliographie

- Achleitner, A.-C., (1997), «La Suisse», In *Comptabilité Internationale*, B. Raffournier, A. Haller, P. Walton (eds.), Vuibert, France, 550 pages.
- Begley, J., T. V. Eaton., et S. Peck, (2003), «Managers' Incentives to Manipulate Earnings in Management Buyout Contests: An Examination of How Corporate Governance and Market Mechanisms Mitigate Earnings Management » *Journal of Forensic Accounting*, vol. IV (2003) 249-274.
- Christie, A. E. and J. L. Zimmerman, (1994), «Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests», *The Accounting Review*, vol. 69, no. 4, 539-566.
- DeAngelo, L. A., (1986), «Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes : A Study of Management Buyouts of Public Stockholders », *The Accounting Review*, vol. LXI, no. 3, 400-420.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeny, (1995), «Detecting Earnings Management», *The Accounting Review*, vol. 70, no.2, 193-225.
- Easterwood, C. M., (1998), « Takeovers and Incentives for Earnings Management : An Empirical Analysis», *Journal of Applied Business Research*, vol. 14, no. 1, 29-47.
- Eddey, P. H. et S. L. Taylor, (1999), « Directors' Recommendations on Takeover Bids and the Management of Earnings: Evidence from Australian Takeovers», *ABACUS*, vol. 35, no. 1, 29-45.
- Erickson, M. and S. Wang, (1999), « Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, 149-176.
- Faccio, M., et L. H.P. Lang, (2002), «The Ultimate Ownership of Western European Corporations.» *Journal of Financial Economics*, vol 65, no. 3, 2002, 365-395.
- Fields, T. D., T. Z. Lys and L. Vincent, (2001), «Empirical Research on Accounting Choice », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, 255-307.
- Groff, J. E. and C. J. Wright, (1989), «The Market for Corporate Control and its Implications for Accounting Policy Choice», *Advances in Accounting*, vol. 7, 3-21.
- Heron, R. et E. Lie, (2002), «Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, no.1, 137-155.
- Hilary, Gilles (2003), «Accounting behavior of German firms after an ARD issuance », *The International Journal of Accounting*, forthcoming.
- Jones, J., (1991), «Earnings management during import relief investigations», *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 2, 193-228.
- Le Nadant, A. L., (1999), «La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises» *Comptabilité-Contrôle-Audit*, tome 5, vol.2, septembre, 61-82
- Missonier-Piera, F., (2004), «Economic Determinants of Multiple Accounting Method Choices in a Swiss Context», *Journal of International Financial Management and Accounting*, (Forthcoming), vol. 15, n°2.
- Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny. (1988), «Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers.» in *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, edited by A. J. Auerbach, pp. 101-134. University of Chicago Press, Chicago, IL.

North, D. S. and B. T. O'Connell, (2002), «Earnings Management and Mode of Payment in Takeovers», Working Paper, University of Richmond, Virginia, 34 p.

Perry, S. E. and T. H. Williams, (1994), «Earnings Management Preceding Management Buyout Offers» *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, 157-179.

Thauvron, A, (2000), «La manipulation du résultat comptable avant une offre publique» *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 6, vol. 2, septembre, 97-114.

Wu, Y. W., (1997), «Management Buyouts and Earnings Management», *Journal of Accounting Auditing & Finance*, vol. 12, no.4, 373-389.

Watts. R. et J. Zimmerman, (1986), *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall

Annexe A

Résultats des tests de la gestion des résultats dans le contexte des fusions et acquisitions

Panel A Manipulations par les dirigeants de la cible

Auteurs	Échantillon	Manipulation	Opportunisme	Commentaires
Groff et Wright (1989)	79 sociétés américaines entre 1975 et 1979	Oui	Oui	Examen de trois choix comptables spécifiques
Christie et Zimmerman (1994)	543 sociétés américaines entre 1981 et 1989	Oui	Non	Examen de trois choix comptables spécifiques
Easterwood (1998)	110 sociétés américaines entre 1985 et 1989	Oui	Oui	La gestion des accruals est évaluée selon une version modifiée du modèle de Jones (1991) et selon le modèle de DeAngelo (1986)
Erickson et Wang (1999)	55 sociétés américaines entre 1985 et 1990	Non	Non	La gestion des accruals est évaluée selon une analyse de régression avec des données trimestrielles en série temporelle (pooled data)
Edey et Taylor (1999)	43 sociétés australiennes entre 1986 et 1991	Non	Non	La gestion des accruals est évaluée selon le modèle de DeAngelo (1986)
North et O'Connel (2002)	321 sociétés américaines entre 1990 et 1997	Oui	Non	La gestion des accruals est évaluée selon le modèle de Teoh et al. (1998)

Panel B Manipulations par les dirigeants de l'acquéreur

Auteurs	Échantillon	Manipulation	Opportunisme	Commentaires
Erickson et Wang (1999)	55 sociétés américaines entre 1985 et 1990	Oui	Non	La gestion des accruals est évaluée selon une analyse de régression avec des données trimestrielles en série temporelle (pooled data)
Heron et Lie (2002)	657 sociétés américaines entre 1985 et 1997	Non	Non	La gestion des accruals est évaluée selon le modèle de Teoh et al. (1998)

Panel C Manipulations par les dirigeants lors des propositions de MBO

Auteurs	Échantillon	Manipulation	Opportunisme	Commentaires
De Angelo (1986)	64 MBO aux États-Unis entre 1973 et 1982	Non	Non	La gestion des accruals est évaluée selon le modèle de DeAngelo (1986)
Perry et Williams (1994)	175 MBO aux États-Unis entre 1981 et 1988	Oui	Oui	La gestion des accruals est évaluée selon le modèle de Jones (1991)
Wu (1997)	87 MBO aux États-Unis entre 1980 et 1987	Oui	Oui	La gestion des résultats est évaluée par le changement du bénéfice ajusté au niveau de l'industrie
Le Nadant (1999)	60 MBO en France entre 1994 et 1997	Non	Non	La gestion des accruals est évaluée selon le modèle de DeAngelo (1986)
Begley et al. (2003)	79 MBO aux États-Unis entre 1984 et 1987	Oui	Oui	La gestion des accruals est évaluée selon une version modifiée du modèle de Jones (1991)

ANNEXE B

Tableau 5 : Modèle de Jones modifié

Comparaison des accruals discrétionnaires entre les firmes de l'échantillon test et de contrôle

	Échantillon test		Échantillon de contrôle	
	Année — 1	Année — 2	Année — 1	Année — 2
Moyenne	— 0.0337 **	— 0.0622	0.0008	— 0.0098
Écart type	0.1015	0.3147	0.1106	0.1042
1er quartile	— 0.0736	— 0.0398	— 0.0553	— 0.0380
Médiane	— 0.0249	— 0.0131	— 0.0026	— 0.0004
3 ^{ème} quartile	0.0204	0.0203	0.0473	0.0349

*, **, *** significativement différent de zéro à un niveau de 10%, 5% et 1% respectivement

Tableau 6 : Comparaison des moyennes

	Année — 1			Année — 2		
	Moyenne	Rang	Tests	Moyenne	Rang	Tests
DA _p	$\mu_0 = 0.0008$	$R_0 = 59.32$	$t = -1.68^*$	$\mu_0 = -0.0098$	$R_0 = 51.88$	$t = -1.11$
	$\mu_1 = -0.0337$	$R_1 = 48.48$		$\mu_1 = -0.0622$	$R_1 = 47.02$	
			$Z = -1.78^*$			$Z = -0.84$

0 désigne les firmes de l'échantillon de contrôle alors que 1 désigne les firmes de l'échantillon test.

Tableau 7 : Modèle de DeAngelo (1986)

Les accruals discrétionnaires pour les firmes de l'échantillon test et de contrôle

	Échantillon test	Échantillon de contrôle
	Année — 1	Année — 1
Moyenne	— 0.0160	0.0010
Écart-type	0.0944	0.1530
1 ^{er} quartile	— 0.0603	— 0.0582
Médiane	— 0.0002	— 0.0015
3 ^{ème} quartile	0.0283	0.0298

*, **, *** significativement différent de zéro à un niveau de 10%, 5% et 1% respectivement

Tableau 8 : Comparaison des moyennes

	Année — 1		
	Moyenne	Rang	Tests
DA _p	$\mu_0 = 0.0010$	$R_0 = 57.20$	$t = 0.71$
	$\mu_1 = -0.0160$	$R_1 = 55.82$	
			$Z = -0.22$

0 désigne les firmes de l'échantillon de contrôle alors que 1 désigne les firmes de l'échantillon test.