

Rémunération incitative et gestion des résultats dans le contexte français

Incentive compensation and earnings management in French context

CHEURFI Sarra

Université de Sétif 1, Algérie,

sarra.cheurfi@univ-setif.dz

Résumé :

L'objet de cet article est d'examiner la relation entre la rémunération incitative des dirigeants et la gestion des résultats mesurée par le biais des accruals discrétionnaires dans le contexte français.

En se basant sur un échantillon des entreprises françaises sur la période 2014-2016, nous avons examiné l'effet de conception des contrats de rémunération en stock-option sur la gestion des résultats.

A travers une méthodologie d'étude de Panel, nous avons démontré que le recours aux accruals discrétionnaires pour amplifier les résultats est plus prononcé dans les entreprises où la rémunération des dirigeants est plus étroitement liée au niveau de bénéfice.

- **Mots clés:** Rémunération incitative, stock-options, gestion des résultats, accruals discrétionnaires.
- **Codes de classification Jel:** M410, G32, G34

Abstract

The purpose of this article is to examine the relationship between executive incentive compensation and earnings management measured through discretionary accruals in French context.

Based on a sample of French companies over the period 2014-2016, we examined the effect of the design of stock option compensation contracts on earnings management.

Through a panel methodology, we have shown that the use of discretionary accruals to amplify results is more pronounced in companies where executive compensation is more closely linked to the level of benefice.

- **Key words:** Incentive compensation, stock options, earnings management, discretionary accruals.
- **classification Jel:** M410, G32, G34

Introduction :

La problématique de rémunération des dirigeants a fait l'objet de nombreux débats par plusieurs organismes régulateurs. Cette attention particulière, portée à ce mécanisme d'incitation des dirigeants, a également stimulé l'intérêt de plusieurs chercheurs par l'examen de la légitimité des montants accordés aux dirigeants, leur lien avec la performance d'entreprise et ses déterminants.

L'étude de la rémunération des dirigeants est généralement replacée dans le contexte de la relation d'agence, dont le paradigme fondamental est la séparation de la direction et de la propriété dans les entreprises à actionnariat diffus. Cette situation conduit à une divergence possible entre les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Ces derniers profitent de leur position stratégique à la tête de la firme, et latitude managériale qui en découle pour poursuivre leurs propres objectifs plutôt que ceux des actionnaires. Afin de remédier à ce problème et réduire les coûts d'agence qui ont découlé, la théorie de l'agence propose la mise en place des mécanismes d'incitation efficaces en faveur des dirigeants pour protéger les intérêts des actionnaires. Ces mécanismes incluent principalement la rédaction des contrats de rémunération entre les propriétaires et les dirigeants, en fonction des indicateurs de performance de l'entreprise.

Bien que la rémunération des dirigeants est réputée rapprocher les intérêts des dirigeants et des actionnaires, elle risque d'aboutir, en revanche, à des dérives importantes. En effet, les scandales financiers des dernières années et la croissance des régimes de rémunération révèlent que les dirigeants bénéficient d'avantages pécuniaires considérables même lorsque la performance de leur firme est médiocre. Cela est dû à la capacité des dirigeants à modifier les paramètres de leur rémunération en profitant de leur pouvoir dans la firme. Ces derniers qui profitent de la discrétion que leur procure leur situation stratégique pour façonner l'information comptable et refléter sur le marché l'image désirée, sans enfreindre pour autant la réglementation en vigueur. A cet égard, les dirigeants ont la possibilité d'agir sur les résultats comptables. Il s'agit donc du phénomène de la gestion des résultats.

L'étude de la gestion des résultats s'intègre dans le cadre de la théorie positive de la comptabilité (ou la théorie politico contractuelle) initiée par Watts et Zimmerman (Watts R & Zimmerman J, 1990) Partant du fait que la firme est considérée comme un ensemble des contrats, la théorie positive de la comptabilité indique que les choix comptables sont les conséquences des relations contractuelles établies entre les différents partenaires. D'après Jo et Kim (2007), le choix des méthodes comptables est le reflet des relations contractuelles et d'asymétrie informationnelle en faveur des dirigeants (Jo & Kim, 2007, p. 572).

La construction de la rémunération des dirigeants est complexe, et vise des objectifs favorisant le dirigeant qui la perçoit comme l'entreprise qui la verse. Toutefois, les dirigeants ont tendance à profiter des lacunes comptables pour influencer le contenu des états financiers servant à déterminer leur rémunération afin de communiquer des résultats cohérents à ceux attendus. C'est dans ce cadre d'analyse que se développe notre problématique de recherche. Nous essaierons à répondre à l'interrogation suivante:

Dans quelle mesure la rémunération des dirigeants, basée essentiellement sur des critères comptables et financières constitue-t-elle une incitation à la gestion des résultats comptables?

Notre recherche a pour objectif d'examiner la problématique de la rémunération des dirigeants dans le contexte des pratiques comptables opportunistes des dirigeants. Elle se focalise sur les effets des incitations liés aux plans de rémunération sur les choix des dirigeants français en matière des accruals discrétionnaires.

L'intérêt de cette étude est double. D'une part, il s'agit d'un sujet d'actualité qui a attiré l'attention des normalisateurs et l'intérêt des académiciens. L'attention croissante portée sur les plans de rémunération incitative des dirigeants est justifiée par son rôle comme un mécanisme de contrôle interne permettant la réduction des problèmes d'agence. Cependant, cette stratégie a pu avoir des résultats mitigés. En particulier, il a été récemment suggéré que l'attribution des stock-options pourrait inciter les dirigeants à fausser les prévisions des résultats et pousser par conséquence le marché à surévaluer l'entreprise. D'autre part, les études ayant examiné la relation entre la rémunération des dirigeants et la gestion des résultats comptables ont été testées dans un contexte anglo-saxon et plus précisément dans le contexte américain. Par notre

recherche nous souhaitons apporter un éclairage à cette relation dans un contexte juridique et financier différent qui est le contexte français.

I. Revue de la littérature et développement des hypothèses

I.1 La gestion de résultat

La gestion (stratégique) des résultats se définit comme étant "*une intervention délibérée dans le processus de présentation de l'information financière dans le but de s'approprier des gains personnels*" (Schipper, 1989, p. 92), cette définition considère la gestion du résultat comme un comportement opportuniste, visant à réduire la perception des autres parties prenantes sur le risque de l'entreprise. D'autres travaux ont montré qu'il existe d'autres facteurs qui peuvent expliquer la gestion des résultats comme l'efficacité des contrats ou une volonté de signal, en effet, "*la gestion du résultat se produit lorsque les dirigeants utilisent leur latitude discrétionnaire dans le processus de la comptabilité financière et dans la structuration des transactions pour modifier les états financiers, soit pour induire en erreur certaines parties prenantes sur la performance économique réelle de la firme, soit pour influencer le résultat des enjeux contractuels qui repose sur les chiffres comptables*" (Healy P & Wahlen, 1999, p. 368).

D'autre part, la gestion du résultat peut être défini comme étant «*l'utilisation de la discrétion managériale pour influencer le résultat diffusé auprès des parties prenantes*» (DeGeorge, Patel, & Zeckhauser, 1999, p. 2). Selon cette définition, la gestion du résultat a pour objectif de traiter l'image que les autres parties prenantes ont de l'entreprise dans le but de réduire leur perception du risque.

De manière synthétique on peut dire que la gestion des résultats consiste à profiter de la de la flexibilité des normes comptables afin d'orienter ou de façonner le résultat pour répondre à un certain objectif.

I.2. La Rémunération des Dirigeants: Une Incitation Opportuniste à la Gestion des Résultats:

Suite aux scandales financiers qui ont fait ressortir un côté sombre "*a dark side*" des stock-options, une attention croissante a été accordée aux conséquences inattendues de cette forme de rémunération (Denis, Hanouna, & Sarin, 2006, p. 469).

Le marché financier utilise l'information comptable pour inférer les perspectives futures et la valeur de la firme. Un argument implicite dans l'examen de la relation entre la rémunération en stock-options et la gestion des résultats, est que les pratiques comptables affectent vraiment les prix des actions. Jensen (2001) explique le lien positif entre la gestion des résultats et la rémunération en stock-options par le fait que les dirigeants ne sont pas payés pour ce qu'ils font, mais plutôt pour ce qu'ils font quant à une cible. Selon cet auteur la seule manière à la disposition des dirigeants pour répondre à ces attentes est "*to cook number*" (Jensen, 2005, p. 7). Cette pratique conduit les investisseurs à une évaluation plus élevée de la firme, dans la mesure où la croissance (décroissance) du résultat peut accroître (décroître) les prix des actions.

En effet, la plupart des études empiriques ayant examiné la relation entre les stock-options et la probabilité de déclaration des rapports erronés, ont trouvé une relation positive. Par exemple, Johnson et al (2003) ont examiné un échantillon de 43 cas de fraudes (firmes sélectionnées par la SEC). Ils ont constaté que ces firmes attribuent significativement une part importante de rémunération sous forme des stock-options, en comparaison avec d'autres firmes similaires dans l'industrie (Johnson, Ryan, & Tian, 2003, p. 3). Par ailleurs, Cornett, Marcus et Tehranian (2008) documentent que la rémunération en stock-options encourage la gestion des résultats (Cornett, Marcus, & Tehranian, 2008, p. 372).

Sun et Hovey (2017) se sont intéressés à l'examen de la relation entre les retraitements des résultats comptables et les différents éléments de rémunération des dirigeants. D'après ces auteurs, relativement aux autres composantes des packages de rémunération, les stock-options sont associées à une forte incitation aux fausses déclarations du bénéfice. Ils ont expliqué ce résultat par la convexité de la richesse des dirigeants liée aux stock-options, et qui limite la probabilité de détection du fraude (Sun & Hovey, 2017, p. 23).

Les dirigeants tentent de maximiser leur richesse qui dépend de leur rémunération indexée aux cours des actions. Ceci les incite à s'engager à la gestion des résultats comptables pour contrôler les bénéfices de leurs firmes, et maintenir les cours des actions élevés à court terme (Efendi, Srivastava, & Swanson, 2007, p. 679). Comme dans l'étude d'Alves (2011), cette étude suggère que les stock-options ne sont pas toujours efficaces pour aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires (Alves, 2011, p. 230). En fait, dans un souci de maximiser leur

richesse, les dirigeants dont la rémunération est basée sur le profit de la firme, recourent aux accruals discrétionnaires pour gérer le bénéfice de leur firme et altérer ainsi la qualité du bénéfice divulgué. Ce comportement opportuniste des dirigeants dont la rémunération est fonction du résultat, nous amène à prévoir l'hypothèse suivante:

Hypothèse 01: La rémunération sous forme de stock-options a un impact positif sur la gestion des résultats.

Les gains provenant des stock-options correspondent à la différence entre la valeur des actions le jour de la levée d'option, et le prix d'exercice déterminé à la date de l'octroi, plus cette différence est grande, plus l'option est de valeur. Plusieurs études ont démontré que les stock-options créent des incitations bidirectionnelles. Particulièrement, l'exercice crée une incitation à gérer le résultat à la hausse, alors que l'octroi crée une incitation à gérer le résultat à la baisse (McAnally, Srivastava, & Weaver, 2006, p. 12) .

I.2.1. L'attribution des stock-options et la gestion des résultats:

Les stock-options sont généralement accordés à la monnaie "*at the money*" (prix d'exercice égal au prix du marché). Le prix d'exercice de l'option est le prix auquel les dirigeants peuvent acheter les actions de leur firme, par conséquent la valeur des options peut être augmentée en diminuant temporairement le prix des actions sous jacentes juste avant la date de l'octroi des options (Chauvin & Shenoy, 2001, p. 54)

Les études antérieures documentent que les dirigeants utilisent plusieurs stratégies pour accroître la valeur de leurs stock-options autour de la date d'octroi. Aboody et Kasznik (2000) ont trouvé que les dirigeants accélèrent la divulgation des mauvaises nouvelles, avant des dates prédéterminées d'attribution d'options (Aboody & Kasznik, 2000, p. 98). Ces auteurs suggèrent que les dirigeants bénéficient d'une baisse du cours des actions avant l'octroi d'options sur actions, et d'une hausse des prix des actions après la date de l'octroi. Ainsi nous formulons l'hypothèse suivante:

Hypothèse 1a: Les périodes d'attributions des nouvelles stock-options coïncident avec une gestion à la baisse des résultats.

I.2.2. L'exercice des stock-options et la gestion des résultats:

Un autre filtre de recherche s'intéresse particulièrement à l'examen du lien entre l'exercice des stock-options et la gestion des résultats. Bartov et Mohanram (2004) ont présenté des évidences compatibles avec l'hypothèse du "timing", et ont conclu que les dirigeants utilisent leur information privée pour déterminer la date d'exercice de leurs options. Ils ont constaté qu'un large exercice d'options représente l'information privée des dirigeants concernant la période de "*pré-exercices*", et que le bon résultat de cette période s'inverse à un résultat décevant dans la période "*post-exercice*" (Bartov & Mohanram, 2004, p. 917). "*pour accroître leur gain tiré de l'exercice des stock-options et la vente des actions acquises, les dirigeants gonflent d'une manière opportuniste le résultat de leur firme, à travers la gestion des accruals dans la période qui précède l'exercice*" (Bartov & Mohanram, 2004, p. 918).

Bergstresser et Philippon (2006) ont constaté que durant les périodes caractérisées par une utilisation accrue d'accruals discrétionnaires positifs, les dirigeants exercent une quantité inhabituelle de leurs options (Bergstresser & Philippon, 2006, p. 525). Compte tenu de ces éléments, nous faisons l'hypothèse que les gestionnaires utilisent les accruals discrétionnaires pour accroître le prix des actions autour de la date d'exercice des options. D'où l'hypothèse.

Hypothèse 1b: Les périodes d'exercice des stock-options coïncident avec une gestion à la hausse des résultats.

II– Méthodologie de la recherche:

II.1. Sélection de l'échantillon: Notre étude porte sur un échantillon d'entreprises françaises cotées au SBF 250, sur une période allant de 2014 à 2016. De l'échantillon initial nous avons éliminé les institutions financières (banques, assurances et sociétés financières) en raison de la spécificité de leurs états financiers. Par ailleurs, nous avons exclu les entreprises pour lesquelles certaines données sont non disponibles. L'échantillon final se compose ainsi de 178 entreprises.

Les données nécessaires à notre validation empirique sont collectées à partir des différentes sources. Les données relatives aux éléments de la rémunération des dirigeants ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels et des documents de références

téléchargés auprès de site de l'Autorité des Marchés Financiers des entreprises françaises. Quant aux données comptables, elles ont été recueillies à partir de la base de données " Worldscop".

II.2. Définition et Mesures des Variables:

II.2.1 Mesure de la variable dépendante: la gestion des résultats

La variable que nous cherchons à expliquer est la gestion des résultats mesurée par les accruals discrétionnaires en valeur brute, puisque nous cherchons à examiner l'impact des différentes incitations liées à la rémunération managériale sur le sens de la gestion des résultats², plutôt que l'ampleur de cette dernière. Pour calculer les accruals discrétionnaires, il faut tout d'abord déterminer les accruals totaux.

$$\text{Les Accruals totaux} = \text{Résultat Comptable} - \text{Cash Flow d'exploitation}$$

Les accruals totaux calculés ne constituent pas une discrétion dans leur ensemble. En effet, les accruals totaux se subdivisent en accruals discrétionnaires et en accruals non discrétionnaires. La partie des accruals dite non discrétionnaires est liée aux décisions normales de gestion. Alors que les accruals discrétionnaire constituent la part ouverte à la gestion des résultats.

$$\text{Les Accruals totaux} = \text{Accruals Discrétionnaires} + \text{Accruals non Discrétionnaires.}$$

Afin d'extraire la partie discrétionnaire des accruals totaux, nous allons opter au modèle de "Jones modifié" (Dechow et al, 1995), selon lequel les accruals discrétionnaires sont mesurés par le résidu du modèle. Le modèle de Jones modifié (1995) est présenté comme suit :

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_2 (\Delta CA_{i,t} - \Delta CRC_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3 (PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

$TA_{i,t}$: les accruals totaux de la firme i pendant l'année t .

$A_{i,t-1}$: actif total de la firme i au début l'année t .

$\Delta CA_{i,t}$: la variation du chiffre d'affaires de la firme i pendant l'année t ,

$\Delta CRC_{i,t}$: la variation des créances clients de la firme i pendant l'année t ,

$PPE_{i,t}$: les immobilisations corporelles brutes de la firme i pendant l'année.

$\varepsilon_{i,t}$: terme d'erreur qui désigne l'estimation des accruals discrétionnaires de l'entreprise i à l'année t . Toutes les variables du modèle sont rapportées au total actif de l'année précédente dans le but d'éliminer le problème d'hétéroscédasticité.

II.2.2. Mesure des variables indépendantes: Les variables explicatives représentent les éléments de la rémunération incitative, elle se divise en trois groupes : l'attribution, l'exercice et la possession des options.

Les stock-options: Dans le cadre de cette étude, nous mesurons cette variable simplement par le nombre d'options possédées par les mandataires sociaux à la fin de l'année, par rapport au capital social en termes de nombre d'action relatives à la même année.

L'attribution des nouvelles options: Dans la mesure où un faible bénéfice peut entraîner une baisse dans les prix des actions, les dirigeants sont susceptibles de s'engager dans une gestion à la baisse des résultats pour maintenir un bas prix des actions durant la période d'attribution des nouvelles stock-ptions. La valeur des options nouvellement attribuées est mesurée par la version suivante de la formule de Black et Scholes (1973) :

$$C(P_t, P_0, t) = P_t e^{-\delta t} N(d_1) - P_0 e^{-r t} N(d_2).$$

Avec: P_t : le cours boursier à l'instant. P_0 : le prix d'exercice. δ : valeur des dividendes attendue. r : le taux sans risque. t : le temps restant à maturité. La fonction de la probabilité cumulative d'une distribution normale est donnée par la fonction N

$$d_1 = [\ln(P_t/P_0) + (r - \delta + 1/2\sigma^2) \times t] / [\delta \cdot \sqrt{t}].$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \times \sqrt{t}.$$

Toutefois, ce modèle d'évaluation des stock-options est fondé sur des hypothèses qui sont peut réalistes, comme l'hypothèse stipulant que les marchés financiers sont parfaits et le cours de l'action suit une distribution log normale avec une espérance et variance de rentabilité positives et constantes (Hall & Murphy, 2003, p. 55) . En effet, malgré les limites que présente

² Afin de maximiser leur fonction d'utilité et selon le cas, les dirigeants peuvent choisir de gérer les résultats de leur firme à la hausse comme à la baisse

cette formule, elle reste la méthode d'évaluation des stock-options la plus utilisée par les chercheurs.

L'exercice des options: Cette variable est mesurée par la valeur intrinsèque des options exercées, soit la différence entre le prix de l'exercice et la valeur de l'action sous-jacente. Ici nous retenons les cours des actions enregistrés aux 31 décembre de l'année t.

II.2.3. Mesures des variables de contrôle:

La gestion des résultats est pratiquée pour atteindre des différents objectifs. Ainsi, nous ajoutons d'autres variables qui peuvent avoir un impact sur les pratiques de la gestion des résultats.

La taille: L'hypothèse des coûts politiques formulée par Watts et Zimmerman (1986) stipule que les entreprises de grande taille sont soumises à un suivi minutieux du marché. Ainsi, en cas d'une déclaration d'un bénéfice élevé, l'entreprise peut être confrontée à un transfert de richesse, notamment par le biais d'impôt. Les tenants de la théorie Politico-contractuelle suggèrent que l'environnement politique constitue un facteur déterminant des pratiques comptables des firmes.

Plusieurs chercheurs ont utilisé la taille de la firme comme *un proxy* de sa visibilité politique. Ils ont conclu que les entreprises de grande taille, et afin d'atténuer la pression politique, recourent à une gestion à la baisse des résultats (Zmijewski et Hagerman; 1981, Klein; 2002) Ainsi, une relation négative est prévue entre les accruals discrétionnaires et la taille de la firme. Dans cette étude, nous avons choisi d'approximer la taille de la firme par le chiffre d'affaires en procédant à sa transformation logarithmique.

$$\text{Taille} = \ln(\text{chiffre d'affaires}).$$

L'endettement: L'analyse des clauses restrictives des contrats d'endettement est constituée à la base des travaux de Watts et Zimmerman (1986) dans leur développement de la théorie Politico-contractuelle. Ces auteurs reposent sur l'hypothèse suivante : " *Toutes choses égales par ailleurs, plus une firme a un ratio d'endettement élevé, plus le manager est susceptible de sélectionner les procédures comptables qui reportent la sécrétion du résultat des périodes futures vers les périodes présentes*".

Dans le but de limiter le risque d'un transfert de richesse qui peut être occasionné au profit des actionnaires, les créanciers choisissent d'intégrer des clauses restrictives dans les contrats de dette. Ces clauses restrictives sont exprimées sous formes des ratios comptables et des seuils de performance à respecter. Ainsi, dans l'objectif d'éviter les violations de ces clauses restrictives et de réduire la perception de risque de défaillance, le dirigeant se trouve incité à manipuler les chiffres comptables pour faire apparaître une situation financière avantageuse.

En effet, la violation des clauses restrictive peut engendrer d'énormes coûts pour l'entreprise qui verrait son contrat de dette changer à des termes qui lui sont moins favorables. Par conséquent, les dirigeants auront tendance à adopter les choix comptables permettant d'augmenter les résultats. Ceci nous amène à supposer l'existence d'une association positive entre le niveau de la dette et la valeur des accruals discrétionnaires. Dans le cadre de cette étude, nous mesurons le niveau d'endettement de la firme par le ratio dette financière par rapport au total actif.

$$\text{Ratio d'endettement} = \text{dettes financières} / \text{total actifs}.$$

Les opportunités de croissance: Selon la perspective informationnelle de la gestion des résultats, les entreprises profitant de grandes opportunités de croissance utilisent la gestion des résultats pour communiquer leur information privée de leurs investissements.

Nous retenons comme mesure des opportunités de croissances le ratio "Market-to-book". Ce dernier se calcule en divisant le ratio de la capitalisation boursière sur la valeur comptable net des actifs.

$$\text{MTB} = \text{capitalisation boursière} / \text{valeur comptable nette des actifs}$$

La performance de l'entreprise : Les dirigeants subissent une pression du marché financier pour la divulgation des résultats peu fluctuants. Les études antérieures ont démontré que les accruals discrétionnaires sont influencés par la performance passée et actuelle de la firme, nous mesurons la performance de la firme par le rendement d'actif (ROA), qui se calcule en divisant le résultat net sur le total actif.

$$\text{ROA} = \text{résultat net} / \text{total actif}.$$

Tableau (1) : Définitions et mesures des variables.

Variabes	Indicateurs	Mesure	Signe prévu
Variable dépendante:			
Accruals discrétionnaires	ACC_D	Valeur brute des accruals discrétionnaires mesurée par le modèle de Jones modifié (1995).	
Variables indépendantes :			
Stock-options	OPTIONS	Options possédées par les dirigeants / capital social mesuré en terme des actions..	+
Attribution des stock-options	GRANTS	Valeur de Black & Scholes des options nouvellement attribuées	-
Exercices des options	Exercices	Valeur intrinsèque des options exercées.	+
La taille de l'entreprise	TAILLE	Log (chiffre d'affaires)	-
Le niveau d'endettement	END	Dettes financières / total actifs.	+
Les opportunités de croissance	MTB	capitalisation boursière / valeur comptable nette des actifs.	+
La performance de la firme	ROA	résultat net / total actif	+

La source : auteur

II.3 Méthodologie:

Dans le cadre de cette étude nous allons travailler sur des données de panel, ce traitement économétrique nous permet de contrôler l'hétérogénéité et la dynamique du comportement des individus dans leur dimension individuelle et temporelle.

II.3.1 Présentation du modèle: notre modèle économétrique consiste à régresser le proxy de la gestion des résultats sur les éléments de la rémunération managériale. Par ailleurs, ce modèle sera estimé en considérant la valeur brute des accruals discrétionnaires pour capturer le sens de la gestion des résultats (à la hausse ou à la baisse). Ainsi, notre modèle de régression se présente comme suit:

$$ACC_D_{it} = \beta_0 + \beta_1 OPTIONS_{it} + \beta_2 GRANTS_{it} + \beta_3 EXERCICE_{it} + \beta_4 TAILLE_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 END_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, \dots, N \text{ et } t = 1, \dots, T$$

d'où N est le nombre total des entreprises, et T la période d'estimation.

β_0 : la constante du modèle

β_1, \dots, β_7 : les coefficients de la régression.

ε_{it} : le terme d'erreur.

II.3.2. Spécification du modèle : Pour assurer une bonne spécification de notre modèle, la première chose qu'il convient de faire est de spécifier le caractère homogène ou hétérogène du processus générateur des données.

II.3.2.1 Test d'homogénéité: Le but de ce test est de confirmer ou infirmer l'existence d'un effet spécifique pour chaque entreprise, il s'agit de tester l'hypothèse nulle d'égalité des constantes. Sur le plan économique, ce test revient à déterminer si notre modèle théorique est

identique pour tous les individus. Ou au contraire, il existe des caractéristiques spécifiques à chaque individu. Les résultats dégagés du logiciel *STATA* dans sa *version 11.0* sont présentés dans le tableau ci-après:

Tableau (2) : Test d'homogénéité des constantes.

Valeur de la statistique de Fisher	P-value	Conclusion	Type d'effet
6.80	0.000	Rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des constants.	Effet spécifique

La source : auteur

Le P-value (la probabilité d'acceptation de l'hypothèse nulle) dégagé de ce test est inférieur à 5%, ce qui nous permet de rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des constantes. Ainsi, le modèle étudié est un modèle hétérogène à effet individuelle. L'utilisation des données de panel se justifie, nous passons alors à vérifier s'il s'agit d'un effet individuel fixe ou aléatoire.

II.3.2.2 Test de Hausman : Ce test permet d'accepter ou rejeter l'hypothèse nulle qui prévoit que l'estimateur MCG est meilleur que l'estimateur Within. Cette hypothèse est acceptée si la probabilité du test d'Hausman est supérieure à 5%. Dans le modèle à effet fixe, le R^2 le plus pertinent est le " R^2 Within", alors que le "*Between*" est plus pertinent pour les modèles à effet aléatoire.

Tableau (3): Test du Hausman.

P-value	Type d'effet	Estimateur
0.000	Effet fixe	Within

La source : auteur

La probabilité du test de Hausman est inférieure à 5%, nous retenons alors le modèle à effet fixe.

III. Analyse descriptive et discussion des résultats:

III.1. Analyse uni-varié:

III.1.1 Statistiques descriptives:

Le tableau 4 présente les statistiques descriptives des variables relatives à la gestion des résultats comptables

Tableau (4) : Statistiques descriptives relatives aux accruals :

variables	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
<i>Accruals totaux</i>	-0.0358	0.1722	-0.6182	0.7856
<i>Accruals discrétionnaires</i>	0.0291	0.0723	-0.3234	0.1846
<i>Accruals non discrétionnaires</i>	0.0389	0.0522	-0.3851	0.6100

La source : auteur

Le tableau 5 présente les statistiques descriptives des variables explicatives. D'après ce tableau, nous pouvons constater que 56.89% est la moyenne de la valeur de Black & Sholes des options attribuées durant l'année, ce qui montre que les entreprises de notre échantillon privilégient la rémunération en stock-options. Par ailleurs, nous remarquons que les dirigeants réalisent en moyenne, une proportion de 34.87% de leur rémunération totale par l'exercice de leurs options. Quand à la fraction des options détenues par les dirigeants, elle est de 2.69% avec une valeur maximale de 17.18%.

Par ailleurs, le ratio dette à long terme présente une valeur moyenne de 22.5% de l'actif total. A propos de la variable relative au niveau des opportunités de croissance, la valeur moyenne figurant dans le tableau est 4.4112. Et enfin, pour l'ensemble de notre échantillon, la valeur moyenne de l'indicateur de performance ROA est de 4.42. En effet cette dernière présente des valeurs très disparates entre -45.94 comme valeur minimale, et 49.25 comme une valeur maximale.

Tableau (5) : Statistiques descriptives des variables explicatives et de contrôle.

Variables	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Options	0,02694	0.1049	0.00	0.1718

Grants	0.5689	2.23250	0.00	0.7375
Exercice	0.3487	0.1148	0.00	1.9545
Taille	7.85119	2.790495	2.505729	12.25908
END	0.225	0.1903	0.00	0.9822
MTB	4.4112	10.3201	-86.92	93.036
ROA	4.428371	4.828421	-45.94	49.25

La source : auteur

III.2 Analyse bi variée:

Nous procédons dans un premier temps à une analyse du degré d'association entre nos variables explicatives, puis nous utilisons le test VIF (*Variance Inflation Factor*) pour vérifier la présence d'un problème de colinéarité.

III.2.1 Matrice de corrélation:

Afin d'éviter les problèmes d'endogénéité, nous avons pris en considération les corrélations de Pearson. Cette dernière nous permet d'avoir une première idée sur les associations statistiques entre nos variables explicatives. Les coefficients de corrélation sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Tableau(6) : Matrice de corrélation

	Options	Grants	Exercic	Taille	END	MTB	ROA
Options	1						
Grants	0.079	1					
Exercic	0.126	0.150	1				
Taille	-0.014	0.120	0.005	1			
END	0.051	0.097	0.060	0.150	1		
MTB	-0.007	0.043	0.099	-0.488	-0.031	1	
ROA	-0.026	-0.029	0.191	0.067	-0.070	0.378	1

La source : auteur

D'un point de vue général, ces résultats nous permettent de confirmer l'hypothèse d'absence de corrélation entre les variables explicatives, puisque les coefficients de corrélation sont tous inférieurs à 0.75.

III.2.2 Test de Multicolinéarité :

La Multicolinéarité reflète un problème de données, elle apparaît habituellement quand il y a un problème d'interdépendance entre les variables explicatives. Pour tester la présence d'un problème de colinéarité, nous avons calculé les "*Variance Inflation Factors*" (VIF). Le VIF d'une variable, démontre auquel point l'introduction de cette dernière peut augmenter la variance des coefficients des autres variables dans le modèle de régression. Dans ce test, on peut considérer l'existence d'un problème de colinéarité lorsque le VIF d'une variable quelconque est supérieur à 10.

Tableau (7): Test de VIF

Variabes	VIF
Options	1.03
Grants	1.06
Exercices	1.15
Taille	1.27
END	1.05
MTB	1.21
ROA	1.24

VIF Moyen

1.16

La source : auteur

D'après le tableau 7, la valeur maximale de VIF s'élève à 1.27, et sa valeur moyenne s'établit à 1.16. Ce résultat indique que le problème de colinéarité ne se pose pas.

IV- Résultats et Discussion :

Les résultats de la régression des éléments de la rémunération des dirigeants sur la variable relative à la gestion des résultats sont présentés dans le tableau 8. Il est important tout d'abord de signaler que la qualité globale de la régression est assez satisfaisante (38.78%). Le coefficient de détermination le plus pertinent dans le modèle à effet fixe est le (R^2 *within*) car il donne une idée de la part de la variabilité de la variable dépendante expliquée par celles des variables indépendantes.

Nous remarquons que le coefficient associé à la variable OPTIONS agit positivement et significativement sur la gestion des résultats. Ceci implique que les accruals discrétionnaires positifs, en tant qu'une mesure d'une gestion à la hausse des résultats sont plus prononcés dans les entreprises, dont les dirigeants possèdent un large portefeuille d'options. Ce résultat s'aligne avec ceux trouvés par des études antérieures. En effet, les retraitements des résultats sont plus observés dans les firmes distribuant une forte dose de "stock-options". Les dirigeants sont incités à agir ainsi car l'accroissement de leur rémunération en stock-options est positivement liée à la croissance des cours boursiers. L'augmentation des résultats pourrait rassurer les différentes parties prenantes et entraînerait une meilleure évaluation de l'entreprise.

En outre, nous constatons que l'association entre la valeur intrinsèque des options exercées, et les accruals discrétionnaires a le signe prévu ($\beta_2 = 0.7124$, $z = 3.47$). Indiquant que les résultats sont gérés à la hausse lorsque les dirigeants ont l'intérêt d'accroître les cours boursiers pour accroître la plus-value réalisée par l'exercice des stock-options. En effet, l'évaluation de la valeur de l'entreprise par le marché repose sur les informations financières transmises par les dirigeants, qui sont nécessairement les responsables des éléments qui serviront l'évaluation de leur propre performance. Si ces derniers sont rémunérés à la base de la performance perçue par le marché, la manipulation des informations financière élaborée est encore accrue. Ceci peut être justifié par le souci d'éviter les coups néfastes à leur richesse.

Quant à la variable GRANTS relative à l'attribution des nouvelles stock-options, les résultats ne montrent pas une association significative entre la gestion des résultats et la valeur des options nouvellement attribuées. Une explication possible de ce résultat est que les dirigeants sont plus intéressés à accroître leur richesse immédiate que celle liée aux exercices futurs.

Le coefficient négatif et significatif de la variable "TAILLE" nous permet de supporter l'hypothèse classique des coûts politiques. En effet, l'accroissement de la taille de l'entreprise s'accompagne par une gestion à la baisse des résultats étant donné que les grandes entreprises sont plus sensibles aux pressions politiques.

L'endettement présente, selon les résultats d'estimation, un effet négatif et non significatif. Ce résultat ne se conforme pas à la prédiction théorique. Cela implique que la vérification de cette hypothèse dans le cas français ne se révèle pas nécessairement pertinente (Breton & Schatt, 2003, p. 22). Un tel aboutissement ne permet pas de valider l'hypothèse d'endettement qui prévoit que les entreprises fortement endettées recourent par crainte de violer les clauses restrictives des contrats de prêt à une gestion à la hausse des résultats. En outre, le coefficient associé à la variable "MTB" et le coefficient relatif à la performance de la firme (ROA) sont statistiquement non significatifs.

Tableau (8) : résultats de la régression du proxy de la gestion des résultats sur les variables relatives aux motivations à la gestion des résultats

	Variable dépendante : ACCD	
	Coef	z
Constante	10,0462***	(22,03)
OPTIONS	0,7124***	(3,47)
GRANTS	0,1236	(0,32)
EXERCICES	0,0251**	(2,15)
TAILLE	0,4039***	(9,38)

<i>END</i>	-0,2399	(-0,62)
<i>MTB</i>	0,4266	(1,56)
<i>ROA</i>	0,1001	(0,91)
<i>R²</i>	0,3878	
<i>Wald (chi 2)</i>	117,89	
<i>Prob>chie 2</i>	0,0000	

La source : auteur

Conclusion:

En se positionnant dans le cadre de la théorie de l'agence et au croisement de la théorie positive de la comptabilité nous avons établi un cadre théorique à partir duquel nous avons expliqué le comportement opportuniste des dirigeants dans l'élaboration de leur rémunération.

Nous avons constaté que les stock-options peuvent favoriser un comportement opportuniste de la part des dirigeants. Nous avons démontré que, lorsque le dirigeant possède des stock-options dans leur firme, ils tentent d'accroître la valeur marchande de leur action à travers la manipulation des informations divulguées. En outre, nous avons détecté une relation positive entre les accruals discrétionnaires et l'exercice des stock-options. Cette relation est justifiée par le désir des dirigeants d'accroître la plus-value réalisée à la levée d'option.

Nos résultats impliquent qu'il existe un moment où les incitations atteignent leurs limites et où est nécessaire de préciser les interdits. Ceci révèle une idée principale sur la complémentarité des autres mécanismes de gouvernance d'entreprise. En abordant le problème d'agence entre actionnaires et dirigeants via la rémunération incitative, un nouveau problème d'incitation peut être créé. Par conséquent, dans de tel cas, l'un des mécanismes essentiels de contrôle des dirigeants reste ainsi le pouvoir de conseil d'administration. Comme le conseil d'administration à la responsabilité de fixer la rémunération des dirigeants, ils doivent balancer les effets positifs et négatifs des plans de rémunération des dirigeants.

Plus encore, les résultats de cette étude confirment l'hypothèse classique de minimisation des coûts politiques, suggérant que les entreprises de grande taille ont tendance de choisir les accruals discrétionnaires de minimisation du résultat pour atténuer la pression politique exercée par le marché. Par ailleurs, les opportunités de croissance et la performance de la firme affectent d'une manière positive et significative la gestion des accruals discrétionnaires.

Toutefois, notre travail de recherche est sujet à certaines limites. Une principale limite réside dans le mode de sélection de notre échantillon qui n'est pas réalisé d'une manière aléatoire. En fait, notre analyse porte sur des données comptables et financières des entreprises appartenant à l'indice SBF 250. Ce dernier qui est composé des 250 valeurs les plus actives de la cote³, ce qui rend difficile la généralisation de nos résultats sur l'ensemble des entreprises françaises.

Une autre critique s'adresse aux modèles de détection de la gestion des résultats. A l'instar de la plupart des études antérieures, nous avons utilisé les accruals pour détecter la discrétion des dirigeants, tout en ignorant les flux de trésorerie. Toutefois, les dirigeants ont la possibilité de manipuler le cash-flow à travers la gestion des activités d'exploitation. Par ailleurs, notre choix d'évaluation des stock-options par la méthode de la Black et Scholes peut être source de biais.

En fin, au terme de ce travail, nous suggérons quelques pistes de recherches. La disponibilité future des données trimestrielles relatives aux stock-options peut enrichir notre analyse en étudiant la relation entre les manipulations comptables et la politique l'octroi / l'exercice des stock-options dans la période qui précède / suit la date de l'opération. Une deuxième extension consiste à tester la relation entre la rémunération des dirigeants et la gestion des résultats dans un cadre de gouvernance, pour vérifier l'effet éventuel des différents mécanismes de gouvernement d'entreprise sur la gestion des résultats comptables. Une autre piste de recherche serait d'examiner la gestion des résultats pour des entreprises appartenant à différents pays afin de mettre l'accent sur l'importance des caractéristiques financières et

³ <http://euronext.com>

juridiques qui peuvent affecter la relation entre la gestion des résultats et la rémunération des dirigeants.

Bibliographie

1. Aboody, D., & Kasznik, R. (2000). CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 73-100.
2. Alves, S. (2011). The association between executive stock options and corporate performance: evidence from Portugal. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 6(2), 211-235.
3. Bartov, E., & Mohanram. (2004). Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises. *The Accounting Review*, 79(4), 889-920.
4. Bergstresser, D., & Philippon. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
5. Breton, G., & Schatt, A. (2003). Manipulation comptable : Les dirigeants et les autres parties prenantes. *La Revue du Financier*, 18-25.
6. Chauvin, W., & Shenoy, C. (2001). Stock price decreases prior to executive stock option grants. *Journal of Corporate Finance*, 7, 53-76.
7. Cornett, M., Marcus, A., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-375.
8. Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). "Earnings management to exceed thresholds". , 72 (1),. *Journal of Business*, 72(1), 1 - 33.
9. Denis, D., Hanouna, P., & Sarin, A. (2006). Is there a dark side to incentive compensation? *Journal of Corporate Finance*, 12, 469.
10. Efendi, J., Srivastava, A., & Swanson, E. (2007). Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of Financial Economics*. 85(3), 667-708.
11. Hall, B., & Murphy, K. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49-70.
12. Healy P, P., & Wahlen, J. (1999). "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting". *Accounting Horizons*, 13(4), 365 - 383.
13. Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19.
14. Jo, H., & Kim, Y. (2007). "Disclosure frequency and earnings management". (Elsevier, Éd.) *Journal of Financial Economics*, vol. 84(02), 561-590.
15. Johnson, S., Ryan, E., & Tian, S. (2003). Executive compensation and corporate fraud. *SSRN Electronic Journal*.
16. McAnally, M., Srivastava, A., & Weaver, C. (2006). Executive stock options, missed earnings targets, and earnings management: evidence from book-tax differences. (T. A. University., Éd.) *Mays Business School*.
17. Schipper, K. (1989). "Earnings Management: Accounting Horizons". 3(4), 91-102.
18. Sun, L., & Hovey, M. (2017). The Endogeneity of Executive Compensation and its Impact on Management Discretionary Behavior Over Financial Reporting. 1-35.
19. Watts R, L., & Zimmerman J, I. (1990). "Positive accounting theory: A ten year perspective".