



Centre de Recherche en Gestion

Stratégie(s) comptable(s) des dirigeants dans la détermination de la parité
d'échange : le cas des fusions françaises

Constant DJAMA et Jennifer BOUTANT

Janvier 2006

Cahier de recherche no. 2006 – 172



IAE de Toulouse
Place Anatole France – 31042 Toulouse Cedex
Tél : 05 62 30 34 21 – Fax : 05 61 23 84 33
E-mail : nicole.cassagne@univ-tlse1.fr

**Stratégie(s) comptable(s) des dirigeants dans la détermination de la parité
d'échange : le cas des fusions françaises**

DJAMA Constant

Maître de conférences
IAE de Toulouse,
Centre de Recherche en Gestion
Place Anatole France
31 000 Toulouse, Tél. 05.61.63.56.78, Fax : 05.61.63.56.56
constant.djama@univ-tlse1.fr

BOUTANT Jennifer

Doctorante-Allocatrice de recherche,
IAE de Toulouse,
Centre de Recherche en Gestion
Place Anatole France
31 000 Toulouse
jennifer.boutant@univ-tlse1.fr

Stratégie(s) comptable(s) des dirigeants dans la détermination de la parité d'échange : le cas des fusions françaises

Résumé :

Cet article s'intéresse à la détermination de la parité d'échange dans les opérations de fusion françaises et notamment à l'impact de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes sur la parité. Les résultats de l'article suggèrent que les opérations de fusion-absorption françaises sont un contexte favorable à la gestion des résultats l'année qui précède la réalisation de l'opération. Ainsi, notre étude montre d'une part, que les dirigeants des sociétés absorbantes gèrent les résultats comptables l'année qui précède la fusion. Les ajustements discrétionnaires représentent environ 6,7% du total de l'actif. D'autre part, cette gestion est influencée par plusieurs facteurs : le contrôle majoritaire qu'exerce la société absorbante sur l'absorbée, la part majoritaire des dirigeants ou/et de leur famille dans le capital de l'absorbante, l'influence des critères de nature comptable dans la détermination de la parité et la performance de la société absorbante.

Mots clés: *Fusion-absorption, gestion des résultats, parité, transfert de richesses.*

Abstract :

This paper investigates in French mergers the effect of managers' accounting discretion on stock for stock exchange ratio. Our results indicate that acquiring firms manage earnings upward in the year prior to the deal in order to reduce the number of shares to issue. Acquiring firms unexpected accruals average 6,7 % of total assets. Moreover, results suggest that earnings management is related to the number of targets' participation held by acquirers prior to the deal, the managers and/or their family ownership, the firm performance and the use of accounting evaluation methods that best predict the final exchange ratio.

Keywords: *French mergers, earnings management, exchange ratio, wealth transfer.*

Les fusions-acquisitions constituent des événements importants de la vie des sociétés. S'inscrivant dans un processus de regroupement d'entreprises, les fusions-absorptions (FA) impliquent non seulement un échange d'actions entre actionnaires mais aussi une disparition de la société absorbée dont le patrimoine va être apporté à la société absorbante¹. Cette particularité est propre aux fusions françaises dans la mesure où une seule entité juridique subsiste à l'issue de l'opération. Elles se distinguent ainsi des fusions anglo-saxonnes (*Mergers*), qui ne sont en fait que des prises de participation majoritaires, les sociétés restant juridiquement indépendantes. En France, les FA peuvent s'apparenter à des prises de contrôle ou à des restructurations à l'intérieur d'un groupe (pas de modification de la situation de contrôle)². Elles peuvent constituer une opération à part entière ou être une simple étape intervenant après une (des) prise(s) de participation ou de contrôle (sous forme OPA/OPE par exemple). Ces dernières ayant permis à l'absorbante d'atteindre un niveau de participation élevé, les fusions apparaissent comme un moyen de supprimer un échelon peu utile et dont les titres sont peu liquides. Elles peuvent alors être associées à un mécanisme de sortie des actionnaires minoritaires. Pour ces deux types d'opération, la détermination de la parité (du prix) est primordiale pour les actionnaires puisqu'elle conditionne l'échange des titres et détermine incidemment leur pouvoir et leur richesse à l'issue de l'opération.

L'objet de cet article est double : d'une part, vérifier si le contexte de FA est propice à la gestion des données comptables et, d'autre part, déterminer les facteurs explicatifs de la gestion comptable des sociétés absorbantes. Deux raisons au moins justifient l'intérêt d'une telle recherche. Tout d'abord, si plusieurs études ont démontré l'existence d'une gestion comptable dans les opérations proches des FA, notamment les OPA/OPE (Lys et Vincent, 1995 ; Erickson & Wang, 1999 ; Thauvron, 2000 a, b ; Heron & Lie, 2002 ; Henock, 2004, Missonier-Piera & Ben Amar, 2005), aucune, à notre connaissance, ne s'est intéressée directement aux déterminants comptables de la parité dans les opérations de FA. Ensuite, alors que la réglementation relative à l'enregistrement comptable des opérations de fusion connaît actuellement des modifications importantes aussi bien au niveau national qu'international (Règlement CRC 2004-01, IFRS 3), aucune disposition législative ou réglementaire ne vient encadrer de manière stricte la détermination des rapports d'échange. Jusqu'à présent, les dirigeants se sont référés principalement à la recommandation de la COB (désormais AMF) de 1977³ qui leur offre des marges de liberté en matière comptable. En 2005, l'AMF a publié un rapport⁴ visant à renforcer la protection des investisseurs et à améliorer la qualité de l'information dispensée lors des opérations de rapprochement (via une expertise indépendante et de nouvelles recommandations quant aux méthodes d'évaluation). Une double tendance semble se dégager : un

¹ Article L. 236-3-I du code de commerce

² 80% des opérations de fusions visées par la COB entre 1992 et 1995 selon le rapport Lepetit 1996 étaient réalisées à l'initiative d'un actionnaire majoritaire détenant le contrôle effectif de la société cible (+ 2/3 des voix). Cette tendance est confirmée jusqu'en 1998 par Trébuçq (2000).

³ Recommandation de la COB de Juillet 1977 concernant « l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission et apport partiel d'actif ».

⁴ Rapport J-M Naulot « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », 13/04/2005, <http://www.amf-france.org>.

recours important aux données comptables pour la valorisation des sociétés et un renforcement des normes de fixation de la parité (ainsi que le contrôle de la parité). Cette situation est à l'origine de notre interrogation.

Le présent article tente d'expliquer les stratégies des dirigeants de la société absorbante pour valoriser leur société. Nous considérons que leur politique comptable est un moyen de réaliser des transferts de richesse dans la mesure où elle peut avoir un impact significatif sur la performance, sur la valeur des éléments d'actif et de passif comparés et par conséquent sur la parité. Les buts recherchés par ces dirigeants sont de limiter la dilution pour les actionnaires de leur firme et de minimiser la valeur de la prise de contrôle de la société absorbée. A partir d'un échantillon de FA françaises réalisées entre 1999 et 2005, nous mettons en évidence la politique comptable (la gestion des données comptables) des dirigeants de la société absorbante au cours de l'exercice qui précède la FA. En moyenne, 6,7% des ajustements comptables discrétionnaires sont réalisés par les dirigeants de l'absorbante pour l'exercice qui précède l'année de la fusion. Ces ajustements comptables sont influencés par plusieurs facteurs : le contrôle majoritaire qu'exerce la société absorbante sur l'absorbée, la part majoritaire des dirigeants ou/et de leur famille dans le capital de l'absorbante, l'influence des critères de nature comptable dans la détermination de la parité et la performance de la société absorbante.

L'article est divisé en quatre sections. La première explique le processus de détermination de la parité et recense, à travers une revue de la littérature, les stratégies comptables des dirigeants lors des FA. La seconde section définit les hypothèses qui expliquent la stratégie des dirigeants à partir de considérations comptables, structurelles et de gouvernement d'entreprise. Enfin, les deux dernières sections présentent respectivement la méthodologie et les résultats empiriques.

1. Le processus de détermination de la parité et les stratégies comptables des dirigeants dans les FA

Dans un premier temps, nous analysons le processus de détermination de la parité (1.1). Dans un second temps, nous présentons, à partir d'une revue synthétique de la littérature, les stratégies comptables des dirigeants des sociétés absorbantes (1.2).

1.1. Le processus de détermination de la parité de fusion

La parité d'échange peut être définie comme le nombre d'actions de la société bénéficiaire des apports auxquelles donneront droit une ou plusieurs actions de la société apporteuse. Cette parité est la résultante directe de la confrontation des valeurs relatives des sociétés participantes à l'opération de fusion. Sa

détermination passe par la valorisation des entités en présence et les états financiers constituent la première approche de cette valorisation.

La loi française sur les sociétés commerciales reste silencieuse quant au processus de détermination de la parité. L'article D. 254 du Code de Commerce précise seulement que le « rapport d'échange des droits sociaux » et son mode d'établissement doivent figurer obligatoirement dans le projet de fusion. Selon la recommandation de la COB de 1977, la parité d'échange ne peut être que le résultat d'un compromis résultant de négociations entre les sociétés intéressées. Elle revêt une importance fondamentale puisqu'elle détermine le caractère équitable d'une opération. Elle doit être déterminée et justifiée à partir d'une approche multicritère⁵. Cette méthodologie est toutefois difficile à mettre en œuvre en pratique car le nombre et le type de critères à retenir ne sont pas identiques d'une transaction à l'autre. Plusieurs études (Erhel, 1980 ; Thauvron, 2000b ; Trébucq, 2000 et 2005) tendent cependant à démontrer que, quelles que soient les fusions acquisitions, les données comptables sont prépondérantes dans la détermination de la parité de fusion. Pour Erhel (1980), l'actif net comptable corrigé, le cours de bourse et les bénéfices ont été respectivement utilisés dans 95%, 80% et 76% des 42 FA étudiés. Thauvron (2000b) observe à partir d'un échantillon de 207 offres publiques intervenues entre 1993 et 1996 les fréquences d'utilisation des différentes méthodes d'évaluation. Il ressort que l'actif net comptable, l'actif net réévalué et le cours de bourse sont les 3 critères les plus fréquemment utilisés. Trébucq (2000) quant à lui montre que parmi la palette de critères utilisables, ceux qui sont les plus employés entre 1992 et 1996 sont l'actif net comptable corrigé, les bénéfices et le cours boursiers. Ces critères sont respectivement utilisés dans 73%, 71% et 60% des 79 cas de FA observées. De plus, l'actif net réévalué est le critère jugé le plus pertinent par les commissaires à la fusion (Trébucq, 2005). Les éléments comptables jouent donc un rôle central dans la détermination de la parité, même si, pour de nombreux auteurs, ces indicateurs (dont le résultat comptable) peuvent être sujet à critiques. Ils peuvent notamment être influencés par les choix de politique comptable des dirigeants (Watt & Zimmerman, 1986). A travers des procédés de gestion des résultats (Cormier & Magnan, 1995)⁶, les dirigeants peuvent en effet faire varier artificiellement les indicateurs comptables pour satisfaire certaines contraintes liées au caractère contractuel de l'information comptable. Nous considérons ainsi que les dirigeants des sociétés absorbantes peuvent volontairement opter pour des choix comptables qui ont un impact sur la détermination de la parité.

⁵ Celle-ci consiste, pour examiner et apprécier le prix proposé, à choisir, appliquer et pondérer plusieurs critères d'évaluation (cours de Bourse, actif net, résultat, flux de trésorerie, etc). Le cumul des critères répond au souci d'éviter que l'absorbante se réfère à un seul critère, celui qui dégage une valeur justifiant son prix, et omettre les autres qui dégageraient des valeurs supérieures.

⁶ Cormier & Magnan (1995) définissent la gestion des résultats comme « l'intervention de la part de la direction d'une firme dans le processus de présentation de l'information financière en vue d'obtenir un gain au détriment d'autres parties ».

1. 2. Les stratégies comptables des dirigeants lors des opérations de FA

A notre connaissance aucune recherche, jusqu'à ce jour, n'a été réalisée dans le contexte spécifique des opérations de FA françaises à l'inverse des offres publiques d'échange (OPA/OPE). Ces rapprochements peuvent constituer des opérations de prise de contrôle ou de restructuration du groupe. Les stratégies comptables des dirigeants lors de ces deux types d'opération peuvent donc être similaires pour la fixation des parités.

1.2.1. Le cas des prises de contrôle

La littérature relative aux prises de contrôle tend à montrer que les dirigeants adoptent des choix comptables et financiers qui augmentent la valeur de leur firme dans le but de diminuer le coût de l'opération. Certaines études montrent également que dans un contexte d'asymétrie d'informations, les dirigeants opteraient pour une opération financée par actions lorsqu'ils considèrent que la valeur de leur société est surévaluée (Myers & Majluf, 1984 ; Travlos, 1987 ; Schleifer & Vishny, 2003) ou à l'opposé, que la valeur de leur cible est sous-évaluée. Cette préoccupation de minimisation du coût serait particulièrement présente lorsque les dirigeants sont également actionnaires (Amihud, Lev, Travlos, 1990 ; Martin, 1995). Ainsi lorsque l'opération est financée par actions, l'objectif serait de limiter le nombre d'actions à émettre pour réduire l'effet dilutif de l'arrivée de nouveaux actionnaires (Erickson & Wang, 1999 ; Heron & Lie, 2002 ; Henock, 2004 ; Trébuq, 2005 ; Missonier-Piera & Ben Amar, 2005). L'adoption d'une telle gestion des résultats conduirait à expliquer les faibles performances du nouvel ensemble après l'opération, du fait du renversement des *accruals*⁷ (Shivakumar, 2000 ; Henock, 2004).

Erickson et Wang (1999) montrent qu'en gérant les résultats à la hausse, les dirigeants influencent positivement les cours boursiers (un critère de parité) et ainsi diminuent le nombre d'actions à échanger. Leur étude porte sur un échantillon de 55 firmes acquéreuses américaines entre 1985 et 1990. Ils obtiennent des *accruals* discrétionnaires équivalents à 2,3% du total d'actif. Heron & Lie (2002) ne parviennent pas à démontrer l'existence d'un tel comportement de gestion des résultats et ceci quel que soit le mode de financement (cash et/ou actions). Leur étude porte sur 657 sociétés cotées américaines acquéreuses entre 1985 et 1997. Quant à Henock (2004) il explique les mauvaises performances *post*-fusion par le renversement de la politique de gestion des résultats avant l'opération. A partir de l'examen de 236 opérations par échange d'actions et de 137 opérations financées par cash entre des sociétés cotées américaines entre 1992 et 2000, il parvient à observer l'existence d'une gestion des résultats avant l'annonce d'une opération financée par échange d'actions.

⁷ Les *accruals* sont traduits par variables d'ajustements comptables. Il s'agit de l'ensemble des ajustements qui permettent de passer d'une comptabilité de caisse à une comptabilité d'exercice. Ils sont composés d'une partie discrétionnaire et d'une partie non discrétionnaire.

Ainsi, selon les études précédentes, les dirigeants des sociétés engagées dans des opérations de prises de contrôle seraient tentés d'adopter des comportements comptables destinés à maximiser la valeur de l'entreprise pour limiter l'effet de dilution. Cependant, ce point de vue est contredit par certains auteurs (Jensen, 1986 ; Roll, 1986 ; Morck, Schleifer & Vishny, 1990) pour lesquels les prises de contrôle ne viseraient pas à maximiser les intérêts des actionnaires mais uniquement ceux des dirigeants. En effet, selon l'hypothèse de Jensen (1986), les managers disposant de liquidités inemployées abondantes (*Free Cash-flow*) sont prêts à investir dans des projets de fusion acquisition indépendamment du coût et de la rentabilité future de l'opération plutôt que de conserver ces liquidités ou d'en faire bénéficier les actionnaires, dans la mesure où ils pourraient eux mêmes être sanctionnés par le marché par une prise de contrôle. L'objectif est alors d'accroître la taille de l'entreprise pour renforcer leur prestige, la notoriété, la rémunération ainsi que les avantages en nature des dirigeants (Mueller, 1969, Morck, Schleifer & Vishny, 1990). L'opération peut être un outil d'enracinement pour les dirigeants notamment par la complexification de la structure rendant indispensables leurs compétences spécifiques et créant ainsi une dépendance de l'entreprise à leur égard (Schleifer & Vishny, 1989). Selon l'hypothèse d'*hubris* (Roll, 1986), l'arrogance, l'excès de confiance et la fierté des dirigeants peuvent également être des éléments justifiant les opérations de regroupement d'entreprises et la surestimation des gains qui peuvent en découler. Ils sont à l'origine du versement d'un prix excessif aux actionnaires de la cible et donc la cause de transferts de richesse des actionnaires de l'initiatrice vers ceux de la cible (Walker, 2000 ; Hietala, Kaplan & Robinson, 2003). Ces dernières recherches laissent donc présumer que le comportement comptable des dirigeants dans les opérations de FA pourrait avoir d'autres motivations que la seule maximisation de l'intérêt de leurs actionnaires.

1.2.2. Le cas des sociétés préalablement liées

Le cas des sociétés préalablement liées constitue un contexte particulier. Une des sociétés (l'initiatrice) est en effet capable d'imposer l'opération en raison du contrôle exercé sur l'autre partie (la cible). Dans ce type d'opérations, la négociation entre les sociétés est déséquilibrée puisque la société qui détient le contrôle obtiendra le vote de la résolution permettant la fusion. Cette situation se présente généralement dans le contexte français dans la mesure où il n'existe pas de dispositif⁸ permettant aux minoritaires d'influer sur la réalisation de l'opération de fusion. Par ailleurs, ils peuvent être contraints de sortir de l'ensemble fusionné à travers les opérations de retraits (OPR, ORO...). Thauvron (2000a,b) montre que les sociétés initiatrices d'une telle offre (OPR, ORO) manipulent à la baisse les résultats de leur filiale cible, du fait de son contrôle, afin de proposer aux actionnaires minoritaires un prix d'offre minimisé. Thauvron (2000a,b) et Trébuq (2005) suggèrent également que les dirigeants de l'initiatrice peuvent, lorsque l'opération est financée par actions, adopter des choix comptables maximisant la valeur de leur entreprise permettant là aussi d'obtenir

⁸ Dans les contextes américains et anglais, les majoritaires sont exclus du vote et la décision de fusionner repose sur le vote favorable de la majorité des minoritaires (Rapport J-M Naulot ; p.27).

une parité plus favorable au lanceur de l'offre. L'objectif recherché dans ces conditions est d'opérer un transfert de richesse des actionnaires minoritaires au profit de l'actionnaire majoritaire de la société initiatrice (Grossman & Hart, 1980 ; Slovin & Shushka, 1998 ; Thauvron, 2000 ; Bates, Lemmon & Linck, 2004). Sur la base des travaux précédents, un certain nombre d'hypothèses peut désormais être formulé pour l'opération de fusion au sens strict.

2. La formulation des hypothèses : l'existence et les déterminants des choix comptables des sociétés absorbantes

La présente recherche poursuit un double objectif : tester l'existence de la gestion des résultats des sociétés absorbantes (2.1) et identifier les déterminants d'une telle gestion comptable (2.2).

2.1. L'existence de la gestion des résultats

L'opération de FA a pour effet de modifier les rapports de force qui existent au sein de la société absorbante. En effet, l'échange de titres entraîne une dilution du capital et du pouvoir après la fusion. De ce fait, les dirigeants de la société absorbante vont chercher à préserver leurs intérêts et ceux des actionnaires de leur firme afin d'éviter ces effets. Ils vont donc tenter d'influer sur la parité d'échange soit à travers une position de négociation favorable, soit par la performance comptable de leur firme. Pour atteindre ce dernier objectif, ils vont mettre en œuvre, dans l'année qui précède la fusion, des stratégies comptables qui ont un impact favorable sur les résultats de leur firme. De fait, nous émettons l'hypothèse suivante (H1) :

H1 : les dirigeants des sociétés absorbantes sont incités à adopter des choix comptables qui augmentent les résultats au cours de l'exercice qui précède l'opération de fusion pour influencer sur la parité d'échange.

Cette gestion comptable des sociétés absorbantes peut être expliquée par plusieurs facteurs de type comptable, structurel et de gouvernement d'entreprise. Les hypothèses suivantes identifient les déterminants des choix comptables.

2.2. Les déterminants de la gestion des résultats

Les déterminants des choix comptables des dirigeants lors des opérations de FA peuvent être de plusieurs ordres. Ils sont liés au degré de dépendance des sociétés engagées dans la FA, au pouvoir des majoritaires, à la structure du capital/dilution, à la réputation des commissaires aux comptes et à la fusion, aux critères comptables influençant la parité de fusion, à la performance de la société absorbante, à sa structure financière, à l'indépendance de ses administrateurs, à sa taille ainsi qu'à la prime de contrôle.

Les dirigeants de la société absorbante peuvent envisager d'accroître la valeur de leur firme et d'influer ainsi sur le rapport d'échange (détermination de la parité). En effet, dans cette configuration, la fixation de la parité d'échange négociée par les dirigeants va prendre en compte les performances respectives des sociétés concernées par l'opération de fusion. L'indépendance de ces sociétés amène les dirigeants à tenter d'obtenir un prix d'échange favorable sur la base d'une approche multicritère prenant en compte les éléments et les performances comptables.

Lorsque la fusion concerne la société mère et sa filiale, les dirigeants de la mère ont intérêt à rémunérer le plus faiblement possible l'apport du patrimoine de la filiale, dans la mesure où il s'agit principalement de rémunérer les actionnaires minoritaires de la cible. Ils limitent ainsi l'effet de dilution provoqué par l'émission de nouvelles actions et s'enrichissent en raison de la sous-évaluation de l'apport. L'hypothèse 2 est ainsi proposée :

H2 : Dans le cas où les sociétés concernées par la fusion sont liées, les dirigeants de la société absorbante vont opter pour des choix comptables qui augmentent les résultats

La FA est une décision qui entraîne une concentration des ressources au sein d'une entité unique. Ainsi, lorsque la société absorbante est contrôlée majoritairement par un actionnaire dominant (dirigeant, famille ou famille dirigeante⁹, investisseur institutionnel), ce contrôle pourrait permettre d'obtenir des avantages privés plus élevés en poursuivant des objectifs de croissance de la taille de la firme plutôt que la maximisation de la richesse des actionnaires. Cet effet négatif sur la performance pourrait s'accroître lorsqu'un des membres de la famille occupe le poste de dirigeant (André et Ben-Amar, 2004). Toutefois, lorsque le contrôle familial est associé à un dirigeant externe à la famille, cette dernière est incitée à minimiser les coûts d'agence et exerce un contrôle plus strict sur les gestionnaires afin qu'ils maximisent la valeur de la firme (Anderson et Reeb, 2003). Selon André et Ben-Amar (2004), il existe une relation positive entre le contrôle familial et la performance de l'entreprise absorbante lorsque la majorité du capital est détenue par la famille. En effet, leurs résultats montrent que les actionnaires des firmes familiales obtiennent des rendements anormaux autour de l'annonce de la fusion supérieurs à ceux des entreprises non familiales (2,7% contre 0,7%). Les familles détentrices du contrôle dans les sociétés absorbantes canadiennes semblent donc faire preuve d'efficacité dans leurs projets d'investissement et ne privilégient pas uniquement leurs intérêts privés.

L'opération de FA a pour effet immédiat de modifier la structure de propriété de la société absorbante, impliquant des pertes de pouvoir et la dilution des bénéfices privés des actionnaires majoritaires immédiatement après l'opération. Or lorsque l'actionnariat de l'entreprise est concentré, comme c'est le cas de la structure de capital des sociétés françaises (Broye et Schatt, 2003, Faccio et Lang, 2002 ; La Porta et

⁹ La famille dirigeante traduit le fait que le dirigeant de la firme et les membres de sa famille (ascendant ou descendant) détiennent la majorité du capital. Dans le cas où l'actionnaire majoritaire est de type familial, la famille actionnaire n'a aucun lien de parenté avec le dirigeant.

al., 1999), la modification qu'introduit la fusion peut réduire *a posteriori* cette concentration. L'actionnaire majoritaire de l'absorbante va donc tenter de négocier les termes de la transaction qui lui sont favorables. Dans cette négociation, il va prendre en compte le coût actuel et les avantages futurs que lui procure la fusion. Il sera prêt à payer une prime de fusion¹⁰ importante si les avantages futurs compensent ce coût. Or dans les éléments du coût figurent les effets de dilution des richesses de l'actionnaire majoritaire tels que la perte d'une quotité du pouvoir et la baisse des bénéfices privés. L'existence de cette prime lors de la fusion, est donc contraire à l'objectif de maximisation de la richesse de l'actionnaire (du moins à court terme) puisqu'elle modifie à la fois le pouvoir et la richesse de l'actionnaire majoritaire. Afin de compenser *ex post* ces effets négatifs de la fusion sur le contrôle et les bénéfices privés, les dirigeants des sociétés absorbantes peuvent instrumentaliser la comptabilité. La politique comptable mise en œuvre avant la fusion pourra en effet accroître les résultats et la performance de la société. Cette utilisation de la politique comptable peut ainsi permettre aux majoritaires de poursuivre des objectifs personnels qui peuvent coïncider avec les objectifs de l'ensemble des actionnaires : réduire les coûts de la fusion et maximiser *ex post* la valeur de l'entreprise¹¹. L'hypothèse (H3) est donc formulée :

H3 : Lorsque la structure de capital de la société absorbante a un actionnaire majoritaire¹², ses dirigeants vont opter pour une politique comptable qui augmente les résultats

La loi du 5 janvier 1988, complétée et modifiée par celle du 11/02/1994, a instauré un contrôle externe sur la détermination de la parité. Cette mission est dévolue au commissaire à la fusion (CAF), désigné non pas par les actionnaires majoritaires, mais par décision de justice. Ainsi sa mission a une portée légale, définie par l'article L. 236-10 du Code de Commerce. Selon les dispositions de ce texte, le CAF doit vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés à la fusion sont pertinentes et que le rapport d'échange est équitable. La parité étant liée aux valeurs relatives des deux sociétés, le commissaire à la fusion doit donc contrôler l'opportunité de certains choix comptables influençant la valeur de chacune des sociétés. Du point de vue comptable, la mission du commissaire à la fusion doit permettre de minimiser le risque de sous-évaluation des apports. Cette sous-évaluation peut être dans certain cas la résultante des choix comptables opportunistes mis en œuvre par les dirigeants. Ces choix comptables sont cependant limités lorsque la réputation du CAF est importante (c'est-à-dire lorsqu'il fait partie d'un grand cabinet d'audit¹³). L'hypothèse (H4a) est ainsi postulée :

¹⁰ La prime de fusion est l'écart entre la valeur d'apport retenue de la société absorbée et l'augmentation de capital de l'absorbante liée à l'opération de fusion. Du fait de cette relation, la majoration des apports peut permettre d'augmenter la prime de fusion et par conséquent les capitaux propres de l'absorbante.

¹¹ Toutefois, l'opération de fusion peut également être réalisée pour réduire le pourcentage et la richesse des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997). Dans la mesure où il s'agit d'une décision prise à la majorité et la loi offre peu de protection juridique aux minoritaires dans le cadre de ce type d'opérations (La Porta et al., 1999; Bae et al. 2002).

¹² Dirigeant, famille, investisseurs institutionnels ou famille dirigeante

¹³ Selon le classement de la revue *La Profession Comptable* (n°266, mars 2005, pp. 16-33) pour l'année 2004, les 4 plus grands cabinets français en terme de chiffre d'affaires sont *KPMG, Ernst & Young, PriceWaterhouseCoopers, Deloitte & Mazard*.

H4a : Lorsque le commissaire à la fusion appartient à un grand cabinet d'audit, les dirigeants de la société absorbante vont adopter des choix comptables qui sont neutres sur les critères comptables de détermination de la parité.

Dans le même ordre d'idées, nous supposons que les dirigeants des sociétés absorbantes seront moins tentés d'adopter des choix comptables visant à augmenter les résultats lorsque les commissaires aux comptes jouissent d'une réputation importante (c'est-à-dire lorsqu'ils appartiennent à un grand cabinet d'audit). Ainsi, l'hypothèse (H4b) est formulée :

H4b : La présence d'un commissaire aux comptes a un effet modérateur sur le comportement des dirigeants de la société absorbante en matière de gestion à la hausse des résultats.

L'approche multicritère, généralement retenue pour la détermination de la parité, peut avoir pour base les états financiers et comptables. Or ces documents peuvent faire l'objet soit de réévaluations, soit d'ajustements, soit de retraitements à travers la mise en œuvre de choix comptables. Est-ce qu'on peut considérer que ces pratiques ne donnent pas une image fidèle du résultat, de la situation financière et du patrimoine de la firme ? *A priori* non, car la fidélité de l'image s'apprécie non pas du point de la situation réelle, mais au regard du référentiel comptable. Dans ce cas, ce n'est pas la réalité de la situation qui prévaut, mais le respect de la normalisation. Par conséquent, les choix comptables des dirigeants vont leur permettre, d'une part de refléter la réalité économique de l'entreprise et d'autre part de manipuler cette réalité en utilisant les marges de manœuvre que procure la normalisation. C'est dans ce sens que la politique comptable des dirigeants va pouvoir influencer sur certains critères retenus dans l'approche multicritère de fixation de la parité. L'hypothèse (H5) est formulée :

H5 : Lorsque les valeurs comptables sont déterminantes pour la fixation de la parité, les dirigeants de la firme absorbante vont adopter des choix comptables qui augmentent les résultats

Une opération de fusion constitue une information pour le marché qui entraînera des mouvements sur le titre de l'absorbante. Cette information pourrait être interprétée par les investisseurs comme un signal positif de la qualité de la performance actuelle et future de la société absorbante. Ce signal aura ainsi pour effet une surévaluation des titres de la société absorbante permettant d'accroître sa capitalisation boursière. L'impact de la fusion sur la richesse des actionnaires de l'acquéreur semble correctement anticipé par le marché dans la mesure où cette opération se traduit par des rendements anormaux positifs (Healy, Palepu et Ruback, 1992). Afin de maintenir une politique de dividendes conforme aux attentes des investisseurs, les dirigeants de l'absorbante vont tenter d'accroître artificiellement la valeur de leur entreprise et réduire l'offre de titres qui accompagne l'opération de fusion. Cette stratégie a pour but de réduire l'impact négatif sur la richesse des actionnaires pour les années postérieures à la fusion. Il s'agit donc d'atténuer la réduction du bénéfice par action après la fusion. L'étude de Healy, Palepu et Ruback (1992), montre que les rendements anormaux

positifs observés avant la fusion se traduisent dans les années qui suivent la fusion par des augmentations de *cash flows* induites par l'impact économique *ex post* de la fusion. Nous émettons ainsi l'hypothèse (H6) :

H6 : Lorsque la performance de la société absorbante est supérieure à celle du secteur d'activité, les dirigeants vont opter pour une politique comptable qui augmente les résultats

La politique comptable et financière des dirigeants de l'absorbante peut avoir au moins deux impacts sur la structure financière. D'une part, la majoration du niveau des résultats ayant pour effet d'accroître les capitaux propres de l'absorbante peut jouer favorablement sur la parité d'échange et part conséquent réduire le nombre de titres à émettre indépendamment de la valeur des apports de l'absorbée. Dans ce cas, les ratios comptables¹⁴ de structure financière de l'absorbante se trouvent améliorés. D'autre part, lorsque la valeur d'apport du patrimoine de l'absorbante est importante, la majoration des résultats de l'absorbante, ayant un effet favorable sur le rapport d'échange, peut engendrer une importante prime de fusion. L'importance de cette prime de fusion peut compenser l'effet dilutif du capital des actionnaires majoritaires de l'absorbante à travers la distribution d'actions gratuites maintenant ainsi le niveau de rémunération des actionnaires majoritaires et consolidant le capital et la structure financière de la société absorbante. L'hypothèse (H7) est ainsi formulée :

H7 : Plus le niveau d'endettement de la société absorbante est élevé plus ses dirigeants vont adopter des choix comptables qui augmentent les résultats.

La présence d'administrateurs externes devrait améliorer le contrôle des décisions prises par les dirigeants dans les organes de fonctionnement (conseil d'administration/surveillance) de la société absorbante. L'expérience, la réputation et le risque judiciaire qui pèsent sur ces administrateurs devraient leur permettre d'exercer un contrôle efficace sur le fonctionnement du conseil, sur la sauvegarde de l'intérêt social et donc sur la qualité des décisions stratégiques prises par les dirigeants. Toutefois, il se pose le problème de la mise en œuvre effective de ce contrôle. Les scandales financiers récents ont montré que la tâche de ces administrateurs était délicate en matière comptable. Comment peuvent-ils déceler les comportements opportunistes des dirigeants lorsqu'ils modifient intentionnellement la politique comptable dans la mesure où les pratiques de gestion comptable sont généralement assez fines ? De plus, les stratégies comptables délibérées des dirigeants peuvent aller dans le sens des intérêts de ces administrateurs et parfois de l'intérêt social¹⁵. Bien que le rôle des administrateurs indépendants ne soit pas clairement établi par les études empiriques, on peut admettre, d'un point de vue théorique, que la mission de l'administrateur externe

¹⁴ Lev B. et Thigarajan S.R. (1993), montrent que 30% de la valorisation boursière est expliquée par les données comptables. Les indicateurs comptables les plus pertinents pour expliquer la valorisation boursière des entreprises de leur échantillon sont : le résultat courant, la marge brute, les dépenses en recherche et développement et les stocks. Sur les éléments comptables de ces différents indicateurs, les dirigeants disposent de marges de libertés dans les choix comptables pouvant influencer sur ces indicateurs.

¹⁵ Ce constat tend à être confirmé par l'étude de Holthausen et al. (1995) qui ne trouve aucune relation d'influence entre la composition du conseil d'administration et la gestion des résultats. Cependant, l'étude de Klein (2002) montre une relation positive (négative) entre l'indépendance (dépendance) des administrateurs et les choix discrétionnaires du dirigeant.

(indépendant) accroît le niveau de contrôle et restreint la latitude managériale et comptable des dirigeants (Pochet, 1998). Nous proposons l'hypothèse (H8) suivante :

H8 : La présence d'administrateurs majoritairement indépendants au sein de la société absorbante a un effet modérateur sur l'augmentation des résultats des dirigeants de la société absorbante

Contrairement à l'hypothèse de visibilité politique de Watts et Zimmerman (1986), nous considérons que le contexte de fusion amène les dirigeants de l'acquéreur à adopter des choix comptables qui augmentent le résultat. En effet, même si les fusions peuvent être motivées par des considérations fiscales¹⁶, la réduction des coûts fiscaux n'est pas directement opérée à travers les choix comptables dans la mesure où l'acquéreur dispose de mesures fiscales de faveur permettant de faciliter la réalisation de l'opération à moindres coûts fiscaux (régime société mère/fille ; régime de faveur de l'article 210-A du code général des impôts, l'intégration fiscale...). De ce fait, la contrainte fiscale d'une telle opération sera moindre pour les dirigeants. La préoccupation principale des dirigeants des grandes entreprises ne sera donc pas de minimiser le coût fiscal de l'opération à travers la réduction intentionnelle des bénéfices, mais d'accroître la valeur de l'entreprise afin d'influencer négativement la parité d'échange et la prime de contrôle. Il s'agira donc pour les dirigeants d'augmenter intentionnellement la valeur de leur firme en instrumentalisant la comptabilité. L'hypothèse (H9) est ainsi formulée :

H9 : Lorsque la société absorbante est de grande taille, ces dirigeants vont choisir les méthodes comptables qui augmentent les résultats

Lors des opérations de fusion, la valeur des titres à échanger (parité) varie en fonction du pouvoir respectif des actionnaires majoritaires des sociétés en présence. C'est pourquoi les actionnaires majoritaires de l'absorbée vont exiger une valeur d'échange de leur titre supérieure à celle d'une simple acquisition des titres. La valorisation des avantages attachés à la situation de contrôle¹⁷ se traduit par l'existence d'une prime de contrôle (versus prime de « perte de contrôle ») pour les majoritaires de l'absorbée. Les majoritaires de l'absorbante vont chercher à réduire la valeur de cette prime. Ainsi, les dirigeants de l'absorbante, peuvent à travers leur politique comptable agir sur les performances comptables de leur firme afin de réduire l'augmentation de capital consécutive à la création des titres à échanger. Ainsi, l'hypothèse suivante est formulée :

H10 : La prime de contrôle étant fonction de la valeur d'échange des titres, les dirigeants de l'absorbante vont adopter des choix comptables qui augmentent les résultats.

L'entrée dans la société absorbante des actionnaires de la cible (absorbée) à travers l'échange des titres à pour effet de réduire le pouvoir et les bénéfices privées des actionnaires majoritaires de l'absorbante. Pour

¹⁶ Par exemple lorsque l'acquéreur peut profiter des déficits fiscaux de la cible

¹⁷ Le contrôle confère des avantages spécifiques qui justifient le fait que l'acquéreur paie une prime qui est incluse dans le cas de la fusion absorption dans la détermination de la parité. Cette valeur de contrôle est donc négociable et dépend du rapport de force entre les parties à la fusion.

compenser ces effets dilutifs, les dirigeants de la société absorbante pourront opter pour des choix comptables qui réduisent le rapport d'échange. De fait, les deux hypothèses suivantes (H11a et H11b) sont proposées :

H11a : Les effets négatifs pour les actionnaires majoritaires reliés à la dilution du capital amènent les dirigeants de l'absorbante à adopter des choix comptables qui augmentent les résultats.

H11b : Les effets négatifs pour les actionnaires majoritaires reliés à la dilution du capital amènent les dirigeants de l'absorbante à adopter des choix comptables qui augmentent les résultats.

Après la formulation des hypothèses, il convient désormais de présenter la démarche méthodologique.

3. Méthodologie de la recherche

La méthodologie de l'article est constituée de deux étapes successives. La première vise à tester l'existence de la gestion des résultats des sociétés absorbantes au cours de l'exercice qui précède la FA. La seconde étape identifie les facteurs explicatifs de cette gestion comptable.

3.1. La mise en évidence de la gestion des résultats

Cette première étape repose sur deux analyses. Il s'agit tout d'abord d'étudier les postes comptables susceptibles d'être « manipulés » par les dirigeants pendant les années qui précèdent la fusion ainsi que les critères comptables utilisés dans le calcul de la parité. Il s'agit ensuite de calculer les ajustements comptables discrétionnaires à partir du modèle de Jones (1991) sur l'exercice qui précède la FA.

3.1.1. L'étude des postes comptables et des critères de parité

Pour l'étude des postes comptables, nous retenons la méthode mise en œuvre par Beneish (1999) selon laquelle les postes comptables susceptibles d'être manipulés sont : les frais de recherche et développement et les charges à répartir, les amortissements et provisions des éléments d'actif, les provisions pour risque et charge, les charges et produits constatés d'avance ainsi que les stocks.

Les variations et les fréquences d'utilisation de chacun de ces postes sur les trois exercices qui précèdent la date de FA permettent d'apprécier l'ampleur de la gestion comptable à l'approche de l'opération de fusion. Dans un premier temps, nous étudions les variations des postes concernés et nous comparons les moyennes observées de chacune des variations de ces postes en t-4, t-3, t-2 et t-1 (la signification statistique des différences entre les moyennes est testée). Une gestion à la hausse devrait conduire à observer des moyennes positives des variations des postes suivants : frais de recherche et développement, charges constatées

d'avance, charges à répartir et stocks. A l'inverse, une gestion à la baisse devrait conduire à observer des moyennes négatives des variations des postes : amortissements des éléments d'actif, provisions pour dépréciation d'actif, provisions pour risque et charge, produits constatés d'avance. Dans un deuxième temps, nous observons la fréquence d'utilisation de ces postes, en substituant les variations par des variables dichotomiques égales à l'unité quand la variation va dans le sens d'une amélioration du résultat et zéro dans le cas contraire. Nous calculons ensuite les fréquences moyennes des variations observées. Le fait d'utiliser des variables dichotomiques pour la fréquence des variations des postes comptables analysés permet de mesurer l'intensité d'utilisation de ces postes à l'approche de la fusion puis d'observer l'intensité de la gestion de ces postes comptables pour les entreprises absorbantes de notre échantillon.

Cette étude est complétée par une analyse des fréquences des critères retenus pour établir la parité. L'analyse des critères de parité a pour but d'observer la place et la pertinence¹⁸ des critères de nature comptable dans la fixation de la valeur des titres à échanger. Ainsi, la pertinence des critères comptables peut inciter les dirigeants de l'absorbante à adopter une politique comptable qui accroît la valeur de ces critères.

3.1.2. Le calcul des ajustements comptables discrétionnaires au cours de l'exercice qui précède la FA

Le modèle d'estimation des ajustements comptables retenu pour cette étude s'inspire du modèle de Jones (1991), des apports de Dechow et al. (1995) et de Shivakumar (1996). Les accruals totaux de la société i et l'année t (AT_{it}) sont ainsi constitués de deux composantes : (1) non discrétionnaires (AND_{it}) et (2) discrétionnaires (AD_{it}). Le modèle est donc le suivant : $AT_{it} = AND_{it} + AD_{it}$.

Les ajustements non discrétionnaires représentent la partie des ajustements qu'il n'est pas possible de manipuler. Selon le modèle de Jones modifié, ils sont fonction des immobilisations, de la variation des encaisses réelles et des flux monétaires provenant de l'exercice antérieur.

$$AND_{it} = IMMO_{it} + (Var^t_{t-1}CA - Var^t_{t-1}Cr) + FMO_{it-1} \quad (1)$$

Avec $IMMO_{it}$ = montant total des immobilisations brutes de l'entreprise i à la période t
 $Var^t_{t-1} CA_i$ = variation du chiffre d'affaires entre deux exercices successifs de l'entreprise i à la période t ,
 $Var^t_{t-1} Cr_i$ = variation des créances clients de l'entreprise i entre les périodes $t-1$ et t
 FMO_{it-1} = flux monétaires de l'entreprise i à la période $t-1$

Les ajustements comptables totaux pour une firme i à l'époque t sont ainsi estimés à l'aide du modèle suivant, le terme d'erreur représentant la partie discrétionnaire des ajustements comptables :

¹⁸ On définit un critère pertinent comme un critère qui permet d'obtenir la parité la plus proche de celle finalement retenue.

$$\frac{AT_{it}}{TAD_{it-1}} = \frac{\alpha_1}{TAD_{it-1}} + \alpha_2 \left(\frac{VAR_{t-1}^t CA_t - Var_{t-1}^t Cr_t}{TAD_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IMMO_{it}}{TAD_{it-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{FMO_{it-1}}{TAD_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

avec TAD_{it-1} = total de l'actif période t-1 et ε_{it} = Terme d'erreur

Une fois la gestion comptable des dirigeants de la société absorbante mise en évidence, la deuxième étape de notre méthodologie consiste à déterminer les facteurs explicatifs de cette gestion.

3.2. La détermination des facteurs explicatifs de la gestion des résultats

L'objectif ici est de tester les hypothèses H2 à H11. Plus spécifiquement, il s'agit d'expliquer la gestion des *accruals* l'année qui précède la fusion à partir des variables de gouvernement d'entreprise, de dilution financière, de dilution du pouvoir et de contexte (prime de contrôle, importance des variables comptables dans la parité d'échange, notoriété des commissaires aux comptes et à la fusion). Deux variables de contrôle (performance et taille) sont également prises en compte. Le modèle explicatif général de la politique comptable des dirigeants de la société absorbante se présente donc ainsi :

$$AD_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 PART_{it} + \alpha_3 ADEXT_{it} + \alpha_4 STRUCA_{it} + \alpha_5 DIL_{it} + \alpha_6 BPA_{it} + \alpha_7 STRUFI_{it} + \alpha_8 CAC_{it} + \alpha_9 CAF_{it} + \alpha_{10} VAL_{it} + \alpha_{13} PRIME_{it} + \alpha_{11} PERF_{it} + \alpha_{12} TAILLE_{it} \quad (5)$$

L'équation linéaire (5) nous permet d'estimer la relation qui existe entre les *accruals* discrétionnaires et les variables exogènes expliquant la politique comptable des sociétés absorbantes l'année précédant la fusion. Cette politique est mise en œuvre pour influencer sur la parité de fusion. Le tableau 1 synthétise la mesure de chacune des variables et son influence sur la gestion des résultats comptables.

Avant d'entreprendre cette régression, nous avons vérifié que la relation entre les *accruals* discrétionnaires et les variables explicatives est linéaire à travers une courbe d'ajustement. L'indépendance des variables explicatives a été également testée à partir d'une analyse de corrélations (analyse des coefficients de corrélation de Pearson)¹⁹. Les coefficients des modèles sont estimés à partir de la méthode des moindres carrés ordinaires.

La variable « pourcentage de détention du capital par un actionnaire majoritaire » (nommée PART dans l'équation 5) est calculée en prenant en compte successivement le capital détenu par le dirigeant, la famille, les investisseurs institutionnels et la famille dirigeante. Ainsi, selon la modalité de cette variable, 4 régressions sont estimées :

¹⁹ Les résultats de cette analyse des corrélations des 4 modèles explicatifs n'ont été reproduite dans l'article.

- le modèle 1 retient la part de capital uniquement détenue par le dirigeant majoritaire ainsi que l'effet de dilution du capital après fusion,
- le modèle 2 prend uniquement en compte le pourcentage de capital détenu par la famille lorsque celle-ci est majoritaire dans la société mère absorbante ainsi que sa dilution après fusion,
- le modèle 3 tient uniquement compte de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels (et lorsque ceux-ci sont majoritaires dans le capital de la société absorbante), et sa dilution après fusion,
- le modèle 4 retient le pourcentage de capital détenu par la famille dirigeante majoritaire dans la société absorbante et sa dilution après fusion.

Le tableau 1 donne la définition des variables du modèle explicatif, leur mesure ainsi que leur influence sur la gestion des résultats.

Tableau 1 : Les déterminants des choix comptables des dirigeants des sociétés absorbantes

Variable à expliquer / variables explicatives	Nom	Mesure	Influence sur le gestion des résultats	Hypothèses
Ajustements discrétionnaires pondérés par le total actif différé	AD/TAD	AD/TAD du modèle (2)		
% de participations détenues	PART	Lien en capital entre la société absorbante/absorbée (% de participations)	+	H2
% de détention du capital par les majoritaires (dirigeants, familles, investisseurs institutionnels, famille dirigeante)	STRUCA	% de capital majoritaire	+	H3
Notoriété du commissaire à la fusion	CAF	variable dichotomique 1 si le commissaire à la fusion appartient à un des 5 plus grands cabinets comptables français en terme de chiffre d'affaires, sinon 0	-	H4a
Notoriété du commissaire aux comptes	CAC	variable dichotomique 1 si le commissaire aux comptes appartient à un des 5 plus grands cabinets comptables français en terme de chiffre d'affaires, sinon 0	-	H4b
Valeur comptable déterminante pour le fixation de la parité	VAL	variable dichotomique 1 si critères comptables retenus pour la détermination de la parité sinon 0 :	+	H5
Rentabilité boursière comparée à celle du secteur	PERF	variable dichotomique 1 si la capitalisation boursière de la firme est supérieure à la moyenne sectorielle, sinon 0	+	H6
Structure financière de la société absorbante	STRUFI	Rapport dettes financières sur capitaux propres l'année précédant la fusion	+	H7
% d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration	ADEXT	Rapport entre le nombre d'administrateurs externes et le nombre total d'administrateurs au Conseil d'administration	+ ou -	H8
Taille	TAILLE	Log naturel du total actif	+	H9
Prime de contrôle	PRIME	Rapport Prime de fusion/capitalisation boursière	+	H10
Dilution du capital après la fusion	DIL	variable dichotomique (1 ou 0) : variation du % de capital majoritaire avant et après la fusion	+	H11a
Dilution du bénéfice par action après la fusion	BPA	variable dichotomique (1 ou 0) : variation du BPA avant et après la fusion	+	H11b

Les résultats de notre recherche vont être maintenant présentés.

4. Les choix comptables des sociétés absorbantes et les facteurs explicatifs de ces choix

Après avoir présenté l'échantillon de FA (4.1), l'analyse des résultats suit les 2 étapes méthodologiques précédemment décrites. La gestion comptable des dirigeants des sociétés absorbantes est mise en évidence sur l'exercice qui précède la FA (4.2.) et les déterminants de cette gestion sont identifiés (4.3).

4.1. L'échantillon des sociétés absorbantes

Les entreprises sélectionnées sont des sociétés cotées à la bourse de Paris. Elles ont réalisé des opérations de FA sur la période 1999-2005. Les données comptables²⁰ sont collectées dans la base de données *Point Risk*. Les sociétés purement financières ont été exclues de l'échantillon. Au total, nous avons constitué un échantillon de 67 sociétés absorbantes (annexe 1), pour lesquelles nous avons suffisamment de données disponibles, ce qui représente sur les 5 années de l'étude 287 observations (entreprise-années)²¹. Pour l'ensemble de l'échantillon, 23% en moyenne des mandataires sociaux sont des administrateurs externes. Ce pourcentage, bien que supérieur à celui de l'étude de Charreaux et Pitol-Belin (1997)²², reste relativement faible et présume d'un système de contrôle moins efficace que si la proportion de ces administrateurs était forte. En raison de cette relative inefficacité du contrôle, les dirigeants peuvent être incités à opter pour des choix comptables et financiers qui tendent à préserver leurs intérêts. Le tableau 2 suivant donne les caractéristiques des sociétés absorbantes de notre échantillon.

²⁰ Il s'agit des comptes sociaux des sociétés têtes de groupes disponibles dans la base de données *Point Risk* et concernant la période de l'étude.

²¹ Deux entreprises sont exclues des analyses en raison de données indisponibles.

²² Cette information est issue de la composition des conseils d'administration et de surveillance de l'échantillon d'entreprises en difficulté. Il ressort d'une enquête réalisée auprès de 107 entreprises françaises par Charreaux et Pitol-Belin (1997) que 17% d'administrateurs exercent des fonctions de gestion (28% aux Etats-Unis) ; 13,5% des administrateurs sont membres de la famille du dirigeant et 27,4% d'administrateurs sont des personnalités externes – administrateurs à priori indépendants -. Cette enquête montre également que 4,9% des actionnaires siègent au conseil d'administration à titre personnel et que les représentants des actionnaires occupent 36,2% des places au conseil d'administration.

**Tableau 2 : Caractéristiques de l'échantillon des sociétés absorbantes
(67 entreprises ; Année t-1 – un an avant la FA)**

CARACTERISTIQUES	POURCENTAGE
FAMILLE MAJORITAIRE A PLUS DE 50%	23,9%
DIRIGEANT MAJORITAIRE A PLUS DE 50%	26,9%
INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS MAJORITAIRE A PLUS DE 50%	32,8%
FAMILLE DIRIGEANT MAJORITAIRE A PLUS DE 50%	68,1%
CAF APPARTENANT AUX GRANDS CABINETS FRANCAIS	24%
CAC APPARTENANT AUX GRANDS CABINETS FRANCAIS	40,3%
FAMILLE DETENANT PLUS DE 33,1/3%	29,9%
DIRIGEANT DETENANT PLUS DE 33,1/3%	34,3%
FAMILLE DIRIGEANT MAJORITAIRE A PLUS DE 33%	43,3%
INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DETENANT PLUS DE 33,1/3%	36,7%
ABSORBANTE MAJORITAIRE DANS ABSORBEE	31,3%

A la lecture du tableau précédent, il apparaît que 68% des entreprises absorbantes ont une structure de capital dominée par un actionnariat familial/dirigeant majoritaire (43% de l'actionnariat famille/dirigeant détient plus du tiers du capital social)²³. 24% des entreprises de l'échantillon ont un actionnariat majoritairement familial (30% de l'actionnariat familial déteint la minorité de blocage) et pour 27% d'entreprises absorbantes l'actionnaire majoritaire est le dirigeant. En moyenne 63% des entreprises ont leurs états financiers certifiés par des membres de grands cabinets internationaux ou nationaux et seulement une proportion de 16% des commissaires à la fusion appartient à un réseau international de cabinet d'audit. 61% des sociétés absorbantes détiennent une participation majoritaire dans la société absorbée, ce qui traduit le fait qu'au moins le tiers des opérations de fusion de la période considérée est la conséquence d'opérations de restructuration. Toutefois, ces statistiques montrent que les opérations de FA de notre échantillon sont diverses et relèvent de motivations différentes.

A partir de l'échantillon retenu, nous avons regroupé les entreprises par secteur d'activité sur la base de la nomenclature des activités françaises de l'Insee²⁴. Ainsi, six sous échantillons ont été constitués à partir des six secteurs d'activité : chimie, communication, construction, distribution, énergie et informatique. Cette répartition nous permet d'estimer les paramètres du modèle des ajustements des variables comptables en coupe transversale et par secteur d'activité.

²³ N'ayant pu obtenir des informations plus fines sur le pourcentage de droits de vote des actionnaires des sociétés absorbantes, nous présumons que le pourcentage de détention de capital correspond au pourcentage de détention de droits de vote, même si des différentes mineures peuvent exister en réalité en raison des droits attachés aux actions.

²⁴ Cette codification a été préférée au code *SIC*, dans la mesure où elle permet de regrouper de façon détaillée les secteurs d'activités.

4.2. La gestion des résultats comptables lors des fusions observées

A partir des documents comptables des sociétés absorbantes de notre échantillon, nous avons étudié les postes comptables susceptibles de faire l'objet d'ajustements discrétionnaires (4.2.1) ainsi que la place et la pertinence des critères comptables dans la détermination des parités (4.2.2.). Enfin, nous avons mis en évidence l'existence de la gestion des résultats à partir du modèle des *accruals* (4.2.3).

4.2.1. L'analyse des postes comptables

Le tableau 3 suivant présente les résultats du test de comparaison des moyennes de la variation des postes comptables observés sur les trois années qui précèdent la fusion.

Tableau 3 : Moyennes de la variation des postes comptables

Postes	Sens attendu	t-3		t-2		t-1	
		Valeur observée (différence de moyenne)	Sig (Student)	Valeur observée (différence de moyenne)	Sig (Student)	Valeur observée (différence de moyenne)	Sig (Student)
VarR&D	+	+0,044	*	+0,037	***	+0,167	***
VarDA	-	+0,011	***	-0,006	ns	+0,254	***
VarDP	-	-0,006	ns	+0,007	**	+0,116	***
VarRAP	+	+0,007	***	+0,089	***	+0,244	***
VarST	+	+0,009	**	+0,011	**	+0,113	***
VarCRA	+	-0,002	ns	+0,002	**	+0,003	ns
VarCRP	-	-0,003	ns	+0,003	ns	-0,004	*

***variation significative au seuil de 1%

**variation significative au seuil de 5%

*variation significative au seuil de 10%

ns variation non significative au seuil de 10%

A la lecture de ce tableau, il apparaît que sur les trois exercices avant la fusion, les postes « frais de recherche et développement », « reprises sur provisions » et « stocks et en cours » ont des écarts de variations moyennes statistiquement significatifs. Ces variations ont de fait un impact positif sur le niveau des résultats des exercices considérés. L'année avant la fusion (t-1) tous ces postes ont des variations moyennes positives et sont statistiquement significatives. Le tableau 4 suivant présente les résultats du test de comparaison des moyennes de la fréquence des variations des postes comptables :

Tableau 4 : Moyennes de la fréquence des variations des postes comptables

Postes	t-3		t-2		t-1	
	moyenne	test	moyenne	test	moyenne	test
VarR&D	0,66	**	0,75	***	0,62	***
VarDA	0,75	***	0,74	***	0,73	***
VarDP	0,33	**	0,61	*	0,45	ns
VarRAP	0,73	***	0,83	***	0,75	***
VarST	0,61	*	0,64	***	0,72	***
VarCRA	0,46	ns	0,50	ns	0,51	ns
VarCRP	0,45	ns	0,51	ns	0,53	ns

***variation significative au seuil de 1%

**variation significative au seuil de 5%

*variation significative au seuil de 10%

ns variation non significative au seuil de 10%

Selon le tableau 4, la moyenne observée de la fréquence des variations significatives traduisant une hausse (baisse) du niveau des résultats concerne les postes frais de recherche et développement activés, reprises sur provisions et stocks et en cours (dotations aux amortissements et provisions).

Au terme de cette analyse, on peut conclure que sur les trois années qui précèdent la fusion, les dirigeants des sociétés absorbantes semblent plutôt opter pour des choix comptables qui ont un impact positif sur le niveau des résultats. Toutefois, cette tendance ne signifie pas que les dirigeants gèrent à la hausse les résultats, elle nous amène à supposer une relation significative entre la politique comptable et l'opération de fusion. Cette corrélation est justifiée par le fait que les variables comptables (notamment la performance comptable de l'entreprise absorbante) sont prises en compte dans la détermination de la parité.

4.2.2 Les critères comptables utilisés dans la détermination de la parité

Sur notre échantillon de 67 fusions, seules 59 ont été étudiées du fait de la disponibilité des informations. Les informations relatives aux critères utilisés pour déterminer la parité ont été récoltées à partir des projets de fusion obtenus auprès de l'AMF (Document E) ou auprès des tribunaux de commerce concernés. Nous avons relevé pour chaque opération les critères qui ont été utilisés pour déterminer la parité ainsi que ceux qui ont été les plus pertinents (c'est-à-dire les plus proches de la parité finale). Nous présentons les résultats des analyses réalisées dans le tableau 5 suivant.

**Tableau 5 : Fréquences des différents critères utilisés dans la détermination de la parité
(Echantillon : 59 FA étudiées)**

Critères de parité	Fréquences d'utilisation	Fréquences de Pertinence²⁵
<u>Critères comptables</u>		
Chiffre d'affaires	3	1
EBE	1	1
Résultat d'exploitation	2	1
Résultat courant	5	1
Résultat net	11	4
Marge Brute d'autofinancement	2	1
Dividendes	9	1
Actif net comptable	11	5
Actif net comptable réévalué	31	29
Nominal de l'action	1	1
<u>Actualisation des FCF</u>	11	1
<u>Critères boursiers</u>		
Cours de bourse	29	17
Capitalisation boursière	4	0
<u>Critères des comparables</u>		
Multiples des transactions	2	2
Multiples de sociétés	9	2
<u>Autres critères</u>		
Opération antérieure	5	0
Nombre d'actions détenues	7	7

A partir de l'analyse des fréquences des critères utilisés lors des 59 fusions, il ressort que l'actif net comptable réévalué (ANCR) et le cours de bourse sont respectivement utilisés dans 53% et 49% des cas étudiés. Le résultat net, l'actif net et l'actualisation des cash-flows futurs sont utilisés dans la même proportion à savoir dans 19 % des FA observées. Parmi ces critères, les plus pertinents sont : l'ANCR dans 39% des cas et le cours de bourse dans 19% des cas. Il n'a pas été possible de départager l'ANCR et le cours de bourse pour 6 opérations, la parité finalement retenue étant la moyenne de ces deux critères. Il ressort également de l'analyse que le nombre de critères employés par opération varie entre 0 et 7 pour l'échantillon étudié²⁶, la moyenne des critères utilisés par opération étant 2. Dans 30,51% des cas, les entreprises ne recourent qu'à un seul critère ; dans 23,73% des cas, elles emploient 2 critères et dans 20,34% des cas, elles utilisent 4 critères.

²⁵ Lorsque le critère permet d'obtenir la parité la plus proche de celle finalement retenue.

²⁶ Pour une opération, aucun critère n'a été utilisé puisque la parité a fait l'objet d'une négociation consensuelle entre les parties (Fusion Boiron / Laboratoires Dolisos).

Nous avons ensuite cherché à savoir dans quelle mesure les entreprises recourent aux critères comptables pour déterminer la parité. Pour 81% des FA observées, au moins un critère comptable a été utilisé pour déterminer la parité. L'analyse des fréquences des critères comptables montre que le nombre de critères comptables utilisés par opération varie entre 0 et 4 et qu'en moyenne les entreprises utilisent 1 critère comptable par opération. Enfin, un regroupement des critères comptables (chiffre d'affaires, EBE, résultat d'exploitation, résultat courant, résultat net, marge brute d'autofinancement, dividendes, actif net, actif net réévalué et nominal des actions) a permis de savoir si ces critères ont été les plus pertinents pour la détermination de la parité finale. Nous avons pour cela créé une variable dichotomique prenant pour valeur 1 lorsque le critère pertinent est un indicateur comptable et 0 lorsqu'il s'agit d'un autre type d'indicateur (ex : cours de bourse). A partir de cette variable, il ressort que dans 2/3 des FA observées, un critère comptable est déterminant pour obtenir la parité finale. Ces résultats viennent donc conforter les études précédentes de Thauvron (2000 a, b) et de Trébucq (2000).

4.2.3 Le calcul des ajustements comptables discrétionnaires lors des FA

Les composantes discrétionnaires des ajustements comptables sont testées pour déterminer si les dirigeants des entreprises de notre échantillon optent pour des choix comptables. Ainsi, le modèle d'ajustement comptable (équation 2) est estimé sur la période de 4 ans avant l'année précédant la fusion et à partir de chaque sous-échantillon d'entreprises réparties par secteur d'activité. Les résultats de cette estimation sont présentés dans le tableau 6.

Tableau 6 : Coefficients de détermination et statistiques de Fisher

Modèles	Nombre d'observations	R ² ajusté	Statistique de Fisher	Sign
(1)Secteur CHIMIE	32	,227	4,137	,015**
(2) Secteur COMMUNICATION	27	,536	11,381	,000*
(3) Secteur CONSTRUCTION	42	,142	3,314	,030**
(4) Secteur DISTRIBUTION	50	,329	9,175	,000*
(5) Secteur ENERGIE	28	,409	7,450	,001*
(6) Secteur INFORMATIQUE	44	,649	28,166	,000*

Valeurs prédites : (constantes), $(VarCA-VarCR)_{it}/TAD_{it-1}$, $IMMO_{it}/TAD_{it-1}$, FMO_{it-1}/TAD_{it-1}

Valeur dépendante : AT_{it}/TAD_{it-1}

** significatif au seuil de 5%*

*** significatif au seuil de 10%*

Le tableau 6 montre que les modèles d'estimation par secteur d'activité sont significatifs et expliquent une bonne proportion des ajustements comptables. En effet, les R² ajustés, variant entre 14% (construction) et

65% (informatique), sont statistiquement significatifs au seuil de 5% ou 10% pour les différents modèles d'estimation.

On calcule ensuite, pour chaque entreprise i sur les 4 années qui précèdent l'année (t) avant la fusion et pour chaque secteur d'activités, le montant des ajustements dits normaux (ATN_{it}), à partir du modèle des ajustements comptables défini, soit:

$$ATN_{it}/TAN_{it-1} = \hat{y}_1/TAN_{it-1} + \hat{y}_2IMMO_{it}/TAN_{it-1} + \hat{y}_3FMO_{it-1}/TA_{it-1} + \hat{y}_4 (VarCA-VarCR)_{it}/TAN_{it-1} \quad (3)$$

où \hat{y}_1 , \hat{y}_2 , \hat{y}_3 et \hat{y}_4 sont les paramètres estimés selon les normes sectorielles t année avant la fusion.

$$\text{Avec : } ATN_{it}/TAN_{it-1} = 0,085/TAN_{it-1} + 0,257(IMMO_{it}/TAN_{it-1}) + 0,162(FMO_{it-1}/TA_{it-1}) + 0,2013 (VarCA-VarCR)_{it}/TAN_{it-1} \quad (3)$$

La part discrétionnaire des ajustements des entreprises de l'échantillon (AD_{it}) correspond à l'écart entre la valeur observée des ajustements totaux (AT_{it}) et la valeur calculée des ajustements dits normaux (ATN_{it}), soit :

$$AD_{it} = AT_{it} - [0,085/TAN_{it-1} + 0,257(IMMO_{it}/TAN_{it-1}) + 0,162(FMO_{it-1}/TA_{it-1}) + 0,2013 (VarCA-VarCR)_{it}/TAN_{it-1}] \quad (4)$$

avec AT_{it} calculé à partir du résultat net et des flux de trésorerie t année avant la fusion.

Une différence positive (négative) indique que les variables d'ajustement publiées en t sont supérieures (inférieures) aux ajustements normaux estimés sur la période de 4 ans qui précèdent l'année de la fusion. La composante discrétionnaire positive (négative) augmente (diminue) le résultat net publié et traduit une gestion à la hausse (à la baisse) des résultats des entreprises absorbantes. Un test statistique de *Student* permet de déterminer le sens des ajustements discrétionnaires (tableau 8). Les ajustements discrétionnaires obtenus à partir de l'équation (4) sur l'année qui précède l'année de la fusion sont en moyenne égaux à 6,73% et sont statistiquement différents de zéro au seuil de 5%. Ce résultat tend à soutenir l'existence des ajustements comptables discrétionnaires. L'hypothèse selon laquelle les ajustements discrétionnaires sont positifs est également acceptée à 5% (2-tailed Sign < 0.1). Les dirigeants des entreprises absorbantes semblent donc en moyenne effectuer des choix comptables tendant à augmenter le niveau des résultats de l'année précédant la fusion.

Nous avons également constitué un échantillon de contrôle à partir de 67 entreprises de taille identique et appartenant au même secteur d'activité que les entreprises absorbantes de notre échantillon²⁷. Ces entreprises de contrôle n'ont pas fait l'objet d'une opération de fusion. En ayant mis en œuvre les mêmes méthodes d'estimation des paramètres et de détermination des ajustements discrétionnaires, les résultats montrent que la moyenne des ajustements discrétionnaires est de 0,08% (tableau 7). Cette moyenne n'est pas statistiquement significative à 10%, ce qui témoigne de l'inexistence de choix comptables pour ces sociétés à l'inverse des entreprises absorbantes de notre échantillon.

Tableau 7: Statistiques des ajustements discrétionnaires (ADit) des échantillons d'entreprises absorbantes et de contrôle (en t-1 avant la fusion)

Echantillon	Variable	Nombre d'observations	Moyenne	Ecart-type	T de Student	2-tailed Sign
- Test	<i>Accruals</i> discrétionnaires	67	,0673	,05678	1,848	,0065
- Contrôle	<i>Accruals</i> discrétionnaires	67	,0080	,01096	1,580	,0062

De plus, pour l'échantillon d'entreprises absorbantes, le poids des ajustements discrétionnaires positifs est supérieur à celui des ajustements discrétionnaires négatifs, 65% contre 35% des ajustements discrétionnaires (tableau 8). En revanche, la dispersion des deux types d'ajustements est identique (les écart-types étant égaux soit 0,48).

Tableau 8: Signe des Ajustements discrétionnaires des deux échantillons

	Ajustements discrétionnaires positifs	Ajustements discrétionnaires négatifs	Ecart-type
Echantillon d'entreprises absorbantes	65%	35%	,4805
Echantillon de contrôle	35%	65%	,4805

En résumé, les dirigeants des sociétés absorbantes réalisent des ajustements discrétionnaires et optent en majorité pour des choix comptables qui tendent à augmenter le niveau des résultats. Ainsi, l'hypothèse selon laquelle il existe des ajustements discrétionnaires dans le cas des entreprises absorbantes est acceptée. Ces ajustements visent en majorité à publier une information optimiste, ceci pouvant s'expliquer par le souhait d'accroître la valeur de leur firme et d'influer sur le rapport d'échange. Ce résultat tend à confirmer les observations de l'analyse des fréquences des choix comptables observés sur les trois années qui précèdent la fusion.

²⁷ La composition de l'échantillon de contrôle (annexe n°1) prend en compte un critère de comparaison de la taille qui est le chiffre d'affaires ou le total actif (avec une marge de +/- 15%).

4.3. Les facteurs explicatifs de la gestion des résultats

L'étude des déterminants des choix comptables est menée à partir des régressions multivariées (Modèle 1 à 4). Ces régressions sont estimées sur l'année précédant la fusion. Les statistiques descriptives des variables expliquant la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes de l'échantillon sont présentées dans la tableau 9. Les résultats obtenus pour les 4 modèles sont successivement analysés. Ils sont regroupés dans les tableaux 10 et 11.

**Tableau 9 : Statistiques descriptives des déterminants des choix comptable
(67 entreprises ; Année t-1 – un an avant la FA)**

	MOYENNE	ECART-TYPE
Accruals discrétionnaires	0,67	0,56
% Participation	0,61	0,51
% administrateurs indépendants	0,42	0,82
% Capital détenu par dirigeant (Modèle 1)	0,18	0,24
% Capital détenu par Famille (Modèle 2)	0,17	0,23
% Capital détenu par Investisseurs institutionnels (Modèle 3)	0,44	0,63
% Capital détenu par Famille dirigeante (Modèle 4)	0,21	0,26
Dilution du Capital des majoritaires	-0,80	0,06
Dilution BPA après fusion	-0,41	0,08
Structure financière	0,31	0,2
Commissaires aux comptes	0,16	0,37
Commissaires à la fusion	0,63	0,48
Valeur comptable déterminante pour le parité	0,90	0,18
Prime de contrôle	0,07	0,75
Performance boursière	0,21	0,84
Log Total Actif	0,66	0,11

Le tableau 9 montre qu'en moyenne 61% des sociétés absorbantes ont des participations dans les sociétés absorbées, ce qui traduit une forte proportion des restructurations internes pour les opérations analysées. Une grande part du capital des sociétés absorbantes est détenue en moyenne par les investisseurs institutionnels (44%). Les effets de dilution du capital et du pouvoir sont négatifs ce qui induit des conséquences après la fusion. La prime de contrôle représente en moyenne 7% de la capitalisation boursière. Enfin, l'influence des valeurs comptables dans la détermination de la parité est importante.

**Tableau 10 : Coefficients de détermination des régressions multivariées
(Année t-1 – un an avant la FA)**

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Coeff. de détermination ajustés	0,379	0,371	0,373	0,489
Statistiques de Fisher (signification)	17,483 (0,000*)	12,041 (0,000*)	13,298 (0,000*)	24,329 (0,000*)
Statistiques de Durbin-Watson ²⁸	1,854	2,100	2,187	2,295

*, **, ***, respectivement signification à 1%, 5% et 10%

Pour les 4 modèles, les R^2 ajustés sont significatifs et traduisent une bonne qualité d'ajustement des modèles. Les trois premiers modèles ont des R^2 ajustés assez proches (autour de 37%). Le pouvoir explicatif du modèle 4 qui prend en compte la détention de capital majoritaire par la famille du dirigeant est supérieur aux trois autres (R^2 ajusté de 48,9%). Ainsi, plus le capital et le contrôle sont majoritairement détenus par la famille du dirigeant, plus les déterminants des choix comptables et financiers expliquent les ajustements discrétionnaires. Ce résultat montre que la politique comptable des dirigeants est dictée par l'opération de fusion, le mode de fonctionnement et de contrôle de la société absorbante.

Le tableau 11 présente ensuite les coefficients de régression des modèles multivariés (Modèle 1 à 4) estimés sur t-1, soit un an avant la FA.

²⁸ Les statistiques de *Durbin-Watson* sont respectivement égales à 1,854 (Modèle 1) ; 2,100 (Modèle 2) ; 2,187 (Modèle 3) ; 2,295 (Modèle 4) et sont significatives au seuil de 1%. On peut ainsi s'assurer d'une absence de problème d'autocorrélation des termes d'erreurs du modèle. L'analyse des relations entre les variables explicatives (analyse des corrélations non reproduite dans l'article) permet d'observer si certaines variables endogènes de nos modèles sont susceptibles d'être colinéaires. Les tests réalisés ne semblent pas montrer la présence de forts coefficients de corrélation entre les variables explicatives. L'absence de colinéarité entre les variables de nos modèles justifie les *Tolérances* élevées (proche de 1) pour la plupart des variables expliquées les faibles valeurs. Ce qui montre qu'il n'y pas de relations de colinéarité entre les variables explicatives.

Tableau 11 : Coefficients de régression (t-1 - un an avant la FA)

Variable explicative	Signe prédit	Model 1 : DIRIGEANT		Model 2 :FAMILLE		Model 3 :INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS		Model 4 :FAMILLE/DIRIGEANT	
		Coeff. régression standardisés (β)	Statistiques de Student (sign.)	Coeff. régression standardisés (β)	Statistiques de Student (sign.)	Coeff. régression standardisés (β)	Statistiques de Student (sign.)	Coeff. régression standardisés (β)	Statistiques de Student (sign.)
Constante	+/-	-0,091	-,250 (0,804)	-0,108	-0,262 (0,795)	-0,027	-0,069 (0,946)	-0,921	-1,984 (0,059**)
PART	+	0,037	0,492 (0,625)	0,067	0,798 (0,429)	0,170	2,213 (0,032*)	0,209	2,726 (0,012*)
ADEXT	-	0,045	0,457 (0,650)	-0,124	-1,599 (0,117)	-0,081	-1,047 (0,301)	0,295	1,803 (0,084**)
STRUCA	+	-0,267	3,645 (0,000*)	0,207	2,638 (0,012**)	0,056	0,770 (0,446)	0,122	1,694 (0,104***)
DIL	+	0,138	2,152 (0,000*)	0,103	1,275 (0,209)	0,230	3,072 (0,004*)	0,046	0,701 (0,490)
BPA	+	-0,037	-0,518 (0,608)	0,032	0,413 (0,682)	-0,004	-0,057 (0,955)	-0,042	-0,556 (0,583)
STRUFI	+	0,130	1,736 (0,090***)	0,111	1,406 (0,167)	0,092	1,207 (0,234)	-0,053	-0,711 (0,484)
CAC	-	-0,112	-1,658 (0,097***)	-0,112	-1,427 (0,161)	-0,099	-1,316 (0,195)	-0,073	-1,100 (0,283)
CAF	-	-0,103	-1,387 (0,173)	-0,150	-1,688 (0,099***)	-0,147	-1,767 (0,085)	-0,042	-0,592 (0,559)
VAL	+	0,659	8,117 (0,000*)	0,738	7,006 (0,000*)	0,574	7,933 (0,000*)	0,776	8,791 (0,000*)
PRIME	+/-	0,311	3,436 (0,001*)	-0,064	-0,709 (0,482)	0,071	0,835 (0,408)	0,099	1,310 (0,203)
PERF		0,070	0,891 (0,378)	0,227	2,906 (0,006*)	0,229	3,036 (0,004*)	0,310	1,826 (0,081***)
TAILLE		0,451	0,507 (0,615)	0,110	1,222 (0,229)	0,087	1,022 (0,313)	0,190	2,391 (0,025*)

*, **, ***, respectivement signification à 1%, 5% et 10%

Pour le modèle 1, qui prend en compte la variable « dirigeant majoritaire », les variables significatives à 1% sont STRUCA, DIL, VAL et PRIME. L'influence de ces variables sur la gestion des résultats est conforme au signe attendu. Ainsi, la détention de la majorité du capital par le dirigeant, l'effet de dilution du capital après la fusion, la parité et la prime de fusion déterminent la politique comptable de l'entreprise absorbante. De plus, les variables STRUFI et CAC sont statistiquement significatives à 10%. L'influence de la structure financière sur la gestion des résultats est positive, ce qui est conforme à la théorie politico-contractuelle (Watts et Zimmerman, 1986). En effet, cette théorie prédit que plus le niveau d'endettement s'élève par rapport aux capitaux propres, plus il est probable que les dirigeants optent pour des choix comptables qui augmentent les résultats publiés. La variable CAC est négativement associée aux *accruals* discrétionnaires, ce qui tend à déduire que le contrôle des comptes exercé par un grand cabinet d'audit a toutefois un effet modérateur sur la gestion des résultats. En résumé, le modèle 1 tend à montrer que lorsque le dirigeant est majoritaire dans la société absorbante, celui-ci adopte une politique comptable qui augmente le niveau des *accruals* discrétionnaires l'année qui précède l'opération de fusion. L'objectif semble être celui de réduire les effets sur les intérêts du dirigeant majoritaire dans la fusion (éviter les effets dilutifs du capital et du pouvoir).

Le modèle 2 retient le pourcentage de capital détenu par la famille majoritaire. Les variables STRUCA, VAL et PERF sont statistiquement significatives à 5% et 1% (pour la variable PERF). Lorsque la famille est majoritaire dans le capital de la société absorbante, la politique comptable mise en place l'année qui précède la fusion a pour effet d'augmenter le niveau des résultats. Ces choix comptables ont pour objectif de réduire la parité de fusion. En effet, la variable VAL a un coefficient positif statistiquement significatif à 1%. Ainsi, plus les critères comptables sont déterminants pour la fixation de la parité, plus les dirigeants gèrent les résultats à la hausse l'année précédant la fusion. Pour ce modèle, plus la performance boursière de la société est supérieure à la performance sectorielle (variable PERF), plus la politique comptable mise en œuvre l'année avant la fusion augmente le niveau du résultat. La variable CAF est négativement associée aux *accruals* discrétionnaires et statistiquement significative à 10%. Ainsi, le contrôle exercé par un CAF appartenant à un grand cabinet d'audit a toutefois un effet modérateur sur la gestion des résultats.

En résumé, le modèle 2 montre donc que lorsqu'une famille est majoritaire dans la société absorbante et que sa performance financière est supérieure à la celle du secteur, la politique comptable avant la fusion a pour effet d'augmenter les résultats de l'année précédant la fusion. L'objectif est principalement de réduire la parité de fusion.

Le modèle 3 prend en compte le capital majoritaire détenu par les investisseurs institutionnels. Les variables PART, DIL, VAL et PERF ont des coefficients conformes aux signes attendus et statistiquement significatifs à 1%. Ainsi, lorsque les investisseurs institutionnels sont majoritaires dans la société absorbante et que celle-ci détient une participation dans la société absorbée, la politique

comptable des dirigeants de l'absorbante vise à augmenter le résultat de l'année qui précède la fusion. Cette gestion des résultats va à l'encontre du rôle disciplinaire que pourrait exercer un actionnaire majoritaire tel qu'un investisseur institutionnel. Ce résultat est toutefois cohérent avec notre contexte d'étude. En effet, la politique comptable du dirigeant de l'absorbante avant la fusion poursuit un double objectif : réduire la parité de fusion et éviter une forte dilution du capital des investisseurs institutionnels l'année après la fusion. La stratégie comptable (gestion à la hausse des résultats) des dirigeants de l'absorbante peut s'expliquer par le fait que les investisseurs institutionnels ne souhaitent pas voir les bénéfices nets diminués, car cette baisse entraînerait une dépréciation de la valeur de l'action. Même si théoriquement le marché ne devrait pas réagir à la politique comptable, puisque que la valeur de la firme est indépendante des choix comptables. Nos résultats tendent à justifier l'hypothèse de fixité fonctionnelle (Hand, 1990).

Pour le modèle 4, nous avons combiné le pourcentage de capital détenu par le dirigeant et sa famille. Les variables PART, VAL et TAILLE de ce modèle ont des coefficients positifs et sont statistiquement significatifs à 1%. Les variables STRUCA et PERF ont également des coefficients positifs et statistiquement significatifs à 10%. Ainsi, lorsque le dirigeant et sa famille sont majoritaires dans la société absorbante, sa politique comptable l'année précédant la fusion a pour effet d'augmenter le résultat. Cette gestion des résultats a pour objectif de réduire la parité de fusion. Cependant, les résultats de modèle 4 ne confirment pas les objectifs de réduction des effets de dilution tant du capital et du bénéfice. De plus, les choix comptables n'ont pas d'influence sur la réduction du montant de la prime de fusion. Dans une moindre importance, la participation détenue dans la cible, et la performance boursière influent sur la gestion des résultats avant la fusion. Concernant la variable TAILLE, les grandes firmes ajustent à la hausse les *accruals* discrétionnaires, ce qui est contraire à la prédiction théorique sur les coûts politiques (Watts et Zimmerman, 1986). Dans le cas des FA, la grande taille de la société absorbante lui confère une position dominante dans les négociations finalisant l'opération. Ainsi, la grande taille associée positivement à la gestion des résultats permet de négocier les termes de transactions favorables à l'absorbante. La variable explicative ADEXT a un coefficient positif et statistiquement significatif à 10%. Ainsi, lorsque des administrateurs externes dominent le conseil d'administration, les dirigeants optent pour des stratégies comptables qui influencent à la hausse le résultat de l'année qui précède la fusion. Ce résultat n'est pas conforme aux prédictions (Byrd et Hickman, 1992, Faleye et Huson, 2002). En effet, l'efficacité du contrôle reliée à la forte proportion d'administrateurs externes dans le conseil d'administration, doit réduire les marges de liberté du dirigeant en matière d'option comptable. Dans notre contexte de FA, la gestion à la hausse du résultat l'année précédant l'opération, se fait dans l'intérêt des actionnaires de la société absorbante, puisqu'elle permet de réduire les effets néfastes sur le capital et les bénéfices après fusion. Dans ce contexte, les ajustements comptables à la hausse vont dans le sens des intérêts des actionnaires et réduisent les effets dilutifs.

Les conclusions qui peuvent être tirées des régressions multivariées sont synthétisées dans le tableau 12 suivant.

Tableau 12 : Synthèse des résultats des 4 modèles estimés l'année précédant la FA

		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Variabiles significatives	Sens des ajustements	Hypothèse acceptée	Hypothèse acceptée	Hypothèse acceptée	Hypothèse acceptée
PART	+			OUI	OUI
ADEXT	+/-				OUI
STRUCA	+	OUI	OUI		OUI
DIL	+	OUI		OUI	
STRUFI	+	OUI			
CAC	-	OUI			
CAF	-	OUI	OUI		
VAL	+	OUI	OUI	OUI	OUI
PRIME	+	OUI			
PERF	+		OUI	OUI	OUI
TAILLE	+				OUI
Nombre d'hypothèses acceptées		7	4	4	6

En résumé, pour les 4 modèles, il apparaît que la politique comptable de la société absorbante l'année précédant la fusion a principalement pour effet de réduire la parité de fusion (la variable VAL est statistiquement significative à 1% pour les 4 modèles). La détention de la majorité du capital par respectivement le dirigeant, la famille fondatrice, les investisseurs institutionnels déterminent la politique comptable de la société absorbante de l'année précédant la fusion.

Les modèles qui valident le plus souvent nos hypothèses de recherche sont les modèles 1 et 4. Ainsi, lorsque le dirigeant et/ou sa famille détient la majorité du capital de la société absorbante, il met en œuvre une politique comptable qui augmente le résultat au cours de l'année avant la fusion. L'objectif principal est alors de peser sur les termes de l'échange en réduisant la parité de fusion. Ce résultat confirme l'idée selon laquelle les opérations de fusion-absorption françaises sont un contexte favorable à la gestion des données comptables puisque le rapport d'échange des titres des deux sociétés se fait principalement sur la base des valeurs comptables et donc des performances transmises par les états financiers et comptables.

Conclusion :

Cet article s'est intéressé à la détermination de la parité d'échange dans les opérations de fusion françaises et notamment à l'impact de la politique comptable des dirigeants des sociétés absorbantes sur la parité. Il montre d'une part, que les dirigeants des sociétés absorbantes gèrent les résultats

comptables l'année qui précède la fusion. Les ajustements comptables à la discrétion des dirigeants représentent environ 6,7% du total de l'actif. D'autre part, ces ajustements sont influencés par plusieurs facteurs tels que : le contrôle majoritaire qu'exerce la société absorbante sur l'absorbée, la part majoritaire des dirigeants ou/et de leur famille dans le capital de l'absorbante, l'influence des critères de nature comptable dans la détermination de la parité et la performance de la société absorbante. Nos résultats confirment l'idée selon laquelle les opérations de fusion-absorption françaises sont un contexte favorable à la gestion des résultats l'année qui précède la réalisation de l'opération. Cette recherche tend donc à justifier les modifications normatives introduites en France à travers l'avis du CNC n° 2004-01 et approuvé par le Règlement CRC n°2004-01 du 4 mai 2004. Pour compléter cette analyse, il serait intéressant d'étudier l'influence sur le comportement comptable des dirigeants engagés dans des fusions postérieures à 2004.

Bibliographie

Amihud Y., Lev B., Travlos N. (1990), « Corporate control and choice of investment financing : the case of corporate acquisition », *The Journal of Finance*, pp. 603-616.

Anderson R., Reeb D. (2003), « Founding-family ownership and firm performance : evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, Vol. 58, pp.1301-1329.

André P., Ben-Amar W. (2004), « Actionnaires dominants, contrôle famille et performance de l'entreprise absorbante », 3^{ème} Colloque international Gouvernance & Juricomptabilité, HEC Montréal.

Bae K., Lang J., Kim J. (2002), « Tunnelling or value addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups », *Journal of Finance*, Vol. 57, pp.2695-2740.

Bates T.W., Lemmon M.L., Linck J.S. (2004), « Shareholder welfare and bid negotiation in freeze-out deals : are minority shareholder left out in the cold ? », *Working paper*, 43p.

Beneish M. D. (1999), « The detection of earnings' manipulation », *Financial Analyst Journal*, 24 p.

Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cession d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6.2, pp.67-89.

Byrd J.W. et Hickman K.A. (1992), « Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offers bids », *Journal of Financial Economics*, 32, pp.195-221.

Charreaux G., Pitol-Belin J.P. (1997), « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration », in Charreaux (ed.), *Le gouvernement des entreprises*, pp. 165-192.

Cormier D., Magnan M. (1995), « La gestion stratégique des résultats : le cas des firmes publiant des prévisions lors d'un premier appel public à l'épargne », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, pp. 45-61.

Dechow P., Sloan R., Sweeney A. (1995), « Detecting earnings Management », *The Accounting Review*, Vol. 70, pp. 193-226.

Erhel J. (1980), « Les facteurs de l'évaluation dans les opérations de fusion absorption », *Analyse Financière*, 2nd trimestre, pp. 66-76.

- Erickson M., Wang S. (1999), « Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp.149-176.
- Faccio M., Lang L. (2002), «The ultimate ownership of Western European corporations », *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp.365-395.
- Faleye O., et Huson M., (2002), « Understanding acquisition returns: The role of corporate governance », Working paper, University of Alberta, Canada.
- Grossman S.J., Hart O.D. (1980), « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation », *The Bell Journal of Economics*, pp. 42-64.
- Hand J.R. (1990), « A test of the extended functional fixation hypothesis », *The Accounting Review*, pp. 38-54.
- Healy P., Palepu K., Ruback R. (1992), « Does corporate performance improve after mergers ? », *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp. 135-175.
- Henock L. (2004), « Earnings management and the market performance of acquiring firms », *Journal of Financial Economics*, pp. 121-148.
- Heron R., Lie E. (2002), « Operating performance and the method of payment in takeovers », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, pp. 137-155.
- Hietala P., Kaplan S.N., Robinson D.T. (2003), « What is the price of hubris ? Using Takeover Battles to infer overpayments and synergies », *Financial Management*, pp. 5-31.
- Holthausen R, Larcker D., Sloan R. (1995), « Annual bonus schemes and the manipulation of earnings », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, pp. 29-74.
- Jensen M. (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, pp. 323-329.
- Jones J. (1991), « Earnings management during import relief investigations », *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193-228.
- Klein A. (2002), «Audit committee, board of director characteristics, and earnings management », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 375-400.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F, Shleifer A., Vishny R. (1999), « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, vol. 54, pp.471-517.
- Lev B. Et Thigarajan S.R. (1993), « Fundamental information analysis », *Journal of Accounting Research*, pp. 190-215.
- Lys T., Vincent L. (1995), « An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR », *Journal of Financial Economics*, pp. 353-378.
- Martin K.J. (1995), « The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and Management ownership », *The Journal of Finance*, pp. 1127-1246.
- Missonier-Piera F., Ben Amar W. (2005), « La gestion des résultats comptables lors des fusions acquisitions : une analyse dans le contexte suisse », Actes de congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, 27 p.

- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1990), « Do managerial objectives drive bad acquisitions ? », *The Journal of Finance*, pp. 31-48.
- Mueller D. (1969), « a theory conglomerate mergers », *Quarterly Journal of Economics*, pp. 643-659.
- Myers S.C, Majluf N.S., (1984), « Corporate financing an investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, pp. 187-222.
- Pochet C. (1998), « Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement de l'entreprise », *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 4, pp. 71-88.
- Roll R. (1986), « The hubris hypothesis of corporate takeovers », *The Journal of Business*, pp. 197-216.
- Schleifer A., Vishny R. (1989) « Management entrenchment : The case of manager-specific investments », *Journal of Financial Economics*, pp. 123-139.
- Schleifer A., Vishny R. (2003), « Stock market driven acquisitions », *Journal of Financial Economics*, pp. 295-312.
- Shivakumar L. (1996), « Estimating abnormal accruals for detection of earnings management », *Working Paper*, London Business School, n°241.
- Shivakumar L. (2000), « Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings ? », *Journal of Accounting and Economics*, pp. 339-371.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp.461-488.
- Slovin M.B., Sushka M.E. (1998), « The economics of parent-subsidiary mergers : an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, pp. 255-279.
- Thauvron A. (2000a), « La manipulation du résultat comptable avant une offre publique », *Comptabilité Contrôle Audit*, tome 6, Vol. 2, pp. 97-114.
- Thauvron A. (2000b), *Mesures et gestion de l'asymétrie d'information avant une offre publique*, Thèse de doctorat, Université de Paris Val de Marne.
- Travlos N. G. (1987), « Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firm's stock returns », *Journal of Finance*, pp. 943-963.
- Trébucq (2000), *Conséquences des méthodes d'évaluation sur la détermination des valeurs d'échange : le cas des fusions françaises de 1992 à 1996*, Thèse de doctorat, Université de Bordeaux 4.
- Trébucq (2005), « L'actionnaire minoritaire, le commissaire, l'avocat et le juge : histoire d'une fusion litigieuse », Actes du colloque L'entreprise, Le Chiffre et Le Droit, Bordeaux, pp. 385-409.
- Walker M.M. (2000), « Corporate takeover, Strategic Objectives, and acquiring-firm Shareholder wealth », *Financial Management*, pp. 53-56.
- Watts R. L., Zimmerman J. L (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall.

ANNEXE : Echantillons des entreprises absorbantes et de contrôle

	Société absorbante	Société contrôlée
1	ACTEOS	ATOS ORIGIN
2	ADL PARTNER	COPAREX INTERNATIONAL
3	ASSYSTEM	CEGID
4	BENETEAU	ZODIAC
5	BERTRAND	BAINS DE MER MONACO
6	BOIRON	VIRBAC
7	BURELLE SA/PLASTIC OMNIUM	BOUYGUES OFF
8	CARREFOUR	MONOPRIX
9	CASINO GUICHARD PERRACHON	PPR
10	CHRISTIAN-DALLOZ	BACOU
11	CICF GAZ	PRIMAGAZ
12	COMPAGNIE DU CAMBODGE	PROVIMI
13	D INTERACTIVE	KLEPIRRE
14	DASSAULT SYSTEMES	CARBONE LORRAINE
15	DIBOT BOTIN	ALTEDIA
16	EIFFAGE	COLAS
17	ELIOR	PROSODIE
18	ESPACE PRODUCTION	EXACOMPTA
19	ESSO SOCIETE ANONYME FRANCAISE	MAUREL & PROM
20	EURAZEO	VALLOUREC
21	FAURECIA	VALEO
22	FERRAND	SILIC
23	GAMELOFT	INFOVISTA
24	GECINA	SOPHIA
25	GENERAL LOCATION	FONCIERE LYONNAISE
26	GFI INFORMATIQUE	BUSINESS OBJECT
27	GROUPE BOURBON	PASSAT
28	GUERBET	ARKOPHARMA
29	HIMALAYA	DEVOTEAM
30	IDI	GROUPE OPEN
31	INFOGRAMES ENTERTAINMENT	SR TELEPERFORMANCE
32	INGENICO OMEGA	A NOVA
33	L'AIR LIQUIDE	ERAMET
34	L'OREAL	SCHLUMBERGER
35	LUCIA	UNIBAIL
36	LYCOS France	ILOG
37	MEDASYS	FOCAL
38	MONTUPET S.A.	HBS TECHNOLOGIE
39	MOULINEX	SCHNEIDER
40	NATUREX	CLARINS
41	OLIPAR	FONCIA GROUPE
42	OXYMETAL	GROUPE GASCOGNE
43	PARIS ORLEANS	THERMADOR GROUPE
44	PUBLICIS GROUPE S.A.	IPSOS
45	R 2I SANTE	ILIAD
46	RHONE-POULENC	MERCK & COMPANY
47	RUE IMPERIALE	CLUB MED
48	SABETON	EUROFINS
49	SAGA SA	FIMALAC
50	SAGEM SA	NEXANS
51	SAMSE	DELACHAUX
52	SANOFI-SYNTHELABO	RHODIA
53	SEB SA	THOMSON
54	SECHILIENNES	TELEFLEX
55	SMOBY	GUYENNE & GASCOGNE
56	SOCIETE DU LOUVRE GROUPE DU LOUVRE	HOTEL REGINA PARIS
57	SPIR COMMUNICATION	CEGEDIM
58	STE ANONYME DES GALERIES LAFAYETTE	BHV
59	STEPHANE KELIAN	CAMAIEU
60	TAITTINGER	REMY COINTREAU
61	TECHNIP	GEOPHYSIQUE
62	UNILOG	SOPRA
63	VEV	CHARGEUR
64	VINCI	BOUYGUES CONSTRUCTION
65	VIVENDI	HAVAS