



HAL
open science

Gestion des résultats, atteinte des seuils et coût d'endettement

Sondes Draief Chouaya

► **To cite this version:**

Sondes Draief Chouaya. Gestion des résultats, atteinte des seuils et coût d'endettement. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00522515

HAL Id: halshs-00522515

<https://shs.hal.science/halshs-00522515>

Submitted on 30 Sep 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Gestion des résultats, atteinte des seuils et coût d'endettement

Sondes DRAIEF CHOUAYA

Assistante

ISCAE, Campus Universitaire 2010 Manouba, Tunisie, Téléphone : 216 71 600 705
draiefsondessa@yahoo.fr

Résumé

Cette recherche est centrée sur l'étude de deux nouveaux déterminants du coût d'endettement : la gestion des résultats et l'atteinte des seuils de résultats comptables. En nous basant sur un échantillon de 380 firmes américaines (extraites de fortune 1000) pour la période 1996-2004, nos résultats montrent que les accruals discrétionnaires véhiculent des informations supplémentaires aux créanciers concernant la santé financière de la firme. Une gestion agressive à la hausse ou à la baisse est mal perçue par les créanciers et affecte positivement le coût d'endettement. De plus, nous trouvons que les créanciers apprécient les firmes qui atteignent ou excèdent deux seuils : zéro bénéfice et le résultat de l'année précédente. En effet, les résultats révèlent l'existence d'une relation inverse et significative entre l'atteinte de ces seuils et le coût d'endettement. Plus précisément, les créanciers apprécient plus les firmes qui affichent un résultat positif que les firmes qui rapportent une croissance de leurs résultats, en leur accordant un coût d'endettement plus faible. D'ailleurs, l'évitement des pertes permet de rassurer les prêteurs que la firme va survivre et qu'elle est capable d'honorer ses engagements financiers. Enfin, l'analyse de sensibilité indique que l'association négative entre le coût d'endettement et l'atteinte des résultats cibles est atténuée lorsque les firmes ont recours à la gestion des résultats pour atteindre les seuils.

Mots clefs : gestion des résultats, seuils de résultats, coût d'endettement, accruals discrétionnaires.

Abstract

This paper investigates the effect of both earnings management and beating earnings benchmarks on the cost of debt. Based on a sample of 380 American firms (selected from Fortune 1000), for the period 1996-2004, our results show that discretionary accruals provide additional information to creditors about the financial situation of the firm. Specifically, firms with extreme positive and negative discretionary accruals incur a higher cost of debt because these firms are more likely to experience future financial distress than firms with moderate accruals. Moreover, the results show that firms beating earnings benchmarks are valued by creditors. In fact, we find an inverse and significant relation between the cost of debt and beating earnings benchmarks. In particular, with regard to two thresholds: zero earnings and the last year earnings, beating the zero earnings benchmark provides the biggest reward in terms of a lower cost of debt because it's the most salient benchmark in assuring creditors that the firm will survive and satisfy its financial obligations. Additional analyses indicate that the reduction in the cost of debt is attenuated but not disappear for firms beating earnings benchmarks through earnings management.

Key words: earnings management, earnings benchmarks, cost of debt, discretionary accruals.

I- Introduction

Les chiffres comptables ont toujours été utilisés par les créanciers, comme un outil traditionnel d'évaluation de la santé financière d'une firme. Lors de l'octroi du contrat de prêt, les créanciers imposent des clauses restrictives sous forme de ratios comptables à respecter et ce afin de se prémunir contre une éventuelle expropriation ou un transfert de leur richesse au profit des actionnaires (Kelly, 1983). La violation des clauses du contrat de prêt donne le droit aux créanciers de liquider certains projets ou renégocier ce contrat avec des conditions défavorables pour l'entreprise (Defond et Jiambelvo, 1994).

La pression exercée par les clauses contractuelles conduit les managers à utiliser la marge de manœuvre conférée par les normes comptables et gèrent les résultats, afin d'éviter la violation des clauses limitatives des contrats d'endettement qui serait coûteuse (Defond et Jiambelvo, 1994 et Sweeney, 1994), de réduire la perception du risque de faillite par les créanciers et de bénéficier d'une baisse du coût de financement de la dette.

Notons que ce phénomène de gestion des résultats a remis en cause la pertinence de l'information comptable, surtout avec les scandales financiers de ces dernières années. En effet, ces bouleversements ont dévoilé à quel point les entreprises (même les plus grandes) peuvent être dans certains cas vulnérables aux fraudes et aux manipulations.

La question de la qualité de l'information disponible aux créanciers est alors primordiale. Si nous considérons que les créanciers ont une lecture relativement sophistiquée des états financiers, nous nous interrogeons si ces créanciers s'aperçoivent de la gestion des résultats et en tiennent compte pour juger de la santé financière de la firme.

La plupart des études a montré que la gestion des résultats, détectée à travers les accruals discrétionnaires, est évaluée par le marché financier. Dans ce cadre, deux principales perspectives ont été développées: la perspective opportuniste et la perspective informationnelle.

La perspective opportuniste confirme les hypothèses de la théorie politico-contractuelle de la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986,1990). Elle considère que la gestion des accruals est motivée par des buts opportunistes tels que la satisfaction des exigences contractuelles, réglementaires, politiques ou managériales auxquelles est exposée la firme. Certaines études empiriques (Richardson, Sloan, Soliman et Tuna, 2002) valident cette alternative et trouvent une association négative entre le rendement des titres et la gestion des résultats. Ces études affirment que la gestion des résultats est mal perçue sur le marché étant donné qu'elle vise essentiellement

à leurrer les parties prenantes et à atteindre des objectifs opportunistes. Ces pratiques opportunistes peuvent constituer une menace pour les créanciers surtout si la manipulation comptable vise à détourner une partie de leurs fonds au profit des actionnaires, ce qui accroît le risque de non remboursement de la dette.

Quant à la perspective informationnelle, elle suppose que les méthodes comptables sont choisies afin de signaler une information privée sur la rentabilité future de la firme. A cet égard, les dirigeants visent par leur intervention à renforcer le contenu informatif des chiffres comptables. Cette alternative a été approuvée par plusieurs études qui trouvent que la composante discrétionnaire du résultat a un but essentiellement informatif concernant le futur de la firme et affecte positivement le rendement des titres (Subramanyan, 1996 ; Chen et Cheng, 2002 ; Gul et al, 2003)

La majorité des études s'est intéressée à l'évaluation des accruals sur le marché boursier. Néanmoins, la perception des accruals discrétionnaires par les créanciers est une question qui n'a pas été traitée, à notre connaissance, dans la littérature financière. Notre recherche s'insère dans ce cadre.

Le premier objectif de cette étude est l'analyse de l'impact de la gestion des résultats sur le comportement des créanciers, représenté à travers le coût d'endettement. Plus précisément, nous allons tenter d'examiner si les créanciers, des utilisateurs sophistiqués de l'information comptable, utilisent l'information contenue dans les accruals discrétionnaires en fixant le coût de la dette.

A la fin des années 90, la recherche sur la gestion des résultats a évolué. Plusieurs travaux se sont développés mettant l'accent sur d'autres motivations de la gestion des résultats outre que les motivations spécifiques à la firme. Il s'agit notamment des pressions exercées par les marchés des capitaux, sur les firmes, pour atteindre certains seuils de résultats.

La littérature financière a mis l'accent sur trois seuils importants que les entreprises sont incitées à atteindre : zéro bénéfice, résultat de l'année précédente et les anticipations des analystes.

Dans ce contexte, les recherches récentes ont montré que les investisseurs se fixent sur le niveau des résultats réalisés pour évaluer les firmes en pénalisant celles qui ne réalisent pas leurs benchmarks et vice versa. Empiriquement, elles ont trouvé que les firmes qui atteignent ces seuils ont une valeur boursière plus importante et un rendement anormal plus élevé tandis que la

non conformité aux résultats prévus entraîne une chute considérable de la valeur boursière de la firme (Barth et al, 1999 ; Bartov et al, 2002 ; Skinner et Sloan, 2002 ; Brown et Caylor, 2005...)

La majorité des études s'est concentrée sur l'importance de ces seuils sur le marché boursier et leurs impacts sur le cours et le rendement des titres. Cependant, peu de recherches se sont intéressées si les créanciers utilisent eux aussi l'atteinte de ces benchmarks comme un critère important d'évaluation de la situation financière de la firme et décident par conséquent du coût d'endettement.

Dans une étude purement théorique, Vidal (2006) suggère que les créanciers peuvent conditionner le coût de financement à la performance de l'entreprise et notamment la réalisation d'un certain niveau de bénéfice. Un résultat même faiblement différent des attentes peut générer des surcoûts. Notre étude est établie afin de tester cette alternative. Notre second objectif est donc d'examiner l'impact de l'atteinte de certains résultats cibles sur le coût d'endettement. Explicitement, nous allons vérifier si les créanciers apprécient mieux les firmes qui atteignent les benchmarks en leur accordant un coût d'endettement plus faible.

L'interrogation sur l'effet, d'une part de la gestion des résultats et d'autre part de l'atteinte des benchmarks, sur le coût d'endettement est d'une importance cruciale et ce au moins pour deux raisons : En premier lieu, le financement des entreprises est de plus en plus axé sur l'endettement (Aux Etats-Unis, l'émission des obligations a dépassé 825,9 milliard de dollars en 2004 tandis que l'émission d'actions est inférieur à 130 milliard de dollars (Thomason Financial 2004)). Par conséquent, un faible changement du taux d'intérêt de la dette peut influencer amplement l'affectation des ressources.

En second lieu, les accruals discrétionnaires ainsi que l'atteinte des benchmarks peuvent ne pas être perçus de la même manière par les créanciers que par les autres investisseurs (Holthausen et Watts, 2001). En effet, l'objectif primordial des créanciers n'est pas de bénéficier des options de croissances futures ou d'une meilleure performance de la firme mais surtout de s'assurer du remboursement de leurs créances. De plus, l'environnement spécifique au marché de crédit est riche d'information puisque la majorité des créanciers sont des investisseurs institutionnels. Ces derniers sont considérés comme étant des utilisateurs sophistiqués des données comptables et ont un accès plus facile à une information plus ferme et spécifique que les autres investisseurs.

Le reste de cet article est organisé comme suit : dans la section suivante, nous présentons une brève revue de la littérature des études ayant traitées du contenu informationnel des accruals

discrétionnaires et nous annonçons une première hypothèse de recherche relative à l'évaluation des accruals discrétionnaires par les créanciers. Dans la troisième section, nous esquissons les principales études qui se sont intéressées à la pertinence de l'atteinte des benchmarks et nous développons les hypothèses sous-jacentes. La quatrième section est consacrée à la présentation de notre échantillon et la méthodologie adoptée. La cinquième section commente les résultats trouvés. La dernière section synthétise les principaux apports de ce travail.

II- Gestion des résultats et coût d'endettement

Les recherches antérieures examinant le contenu informationnel des composantes du résultat se sont focalisées sur la réaction du marché financier aux différentes composantes du résultat et principalement la composante discrétionnaire des accruals.

En se basant sur des études d'association, Subramanyam (1996) a étudié les accruals discrétionnaires en tant que vecteur d'informations. Il a trouvé une corrélation positive et significative entre les accruals discrétionnaires et la rentabilité future. Subramanyam (1996) conclut que les accruals discrétionnaires ont une plus-value informationnelle supérieure au cash flow puisqu'ils permettent aux managers de communiquer toute information privée non captée par les autres composantes du résultat. Ses conclusions soutiennent l'idée que les managers utilisent leur pouvoir discrétionnaire pour signaler au marché les opportunités de croissance futures de la firme.

Janin (2000) confirme les constats de Subramanyam (1996). Ses résultats empiriques montrent que la variance des rentabilités boursières expliquée par la variance du résultat net est près de deux fois plus élevée que celle expliquée par la variance du résultat non discrétionnaire (la somme du cash flow et des accruals non discrétionnaires). En outre, Janin (2000) précise que ce différentiel en termes de pouvoir explicatif entre ces deux composantes (résultat net et résultat non discrétionnaire) provient du contenu informationnel des accruals discrétionnaires. En effet, il avance que les firmes gèrent les accruals dans le but d'améliorer la continuité et la prédictibilité des résultats.

Dans la même vague d'idées, Ahmed et Zhou (2000) affirment que la discrétion est un moyen pour les managers de révéler aux investisseurs leurs attentes concernant le futur de l'entreprise. C'est ainsi qu'ils pensent que des règles comptables strictes peuvent altérer la pertinence des bénéfices publiés dans la mesure où le pouvoir discrétionnaire des dirigeants peut être utilisé non seulement pour des raisons opportunistes mais aussi dans une optique de signalisation.

En effet, au sein de cette optique, les chiffres comptables manipulés peuvent être un instrument de signalisation au marché puisqu'ils permettent aux investisseurs de mieux apprécier la valeur de la firme et de constituer de façon plus optimale leurs portefeuilles de titres.

Cependant, cette évidence n'implique pas que le marché évalue rationnellement ces accruals. Sloan (1996) examine l'évaluation, par le marché, des deux composantes du résultat à savoir les accruals et le cash flow. Il trouve que le marché surévalue les accruals totaux. Il avance que les accruals sont moins persistants que le cash flow. En outre, lorsque les accruals représentent une part importante du bénéfice, la persistance de ce dernier dans les périodes futures est plus faible et ce grâce au caractère inversible des accruals. Ainsi, plus le niveau des accruals est élevé plus le rendement futur est faible. Ce résultat est confirmé plus tard par Collins et Hribar (2000) qui ont trouvé aussi que le marché surévalue les accruals totaux.

Xie (2001) ajoute que la faible persistance des accruals telle que prouvée par Sloan est attribuée à la composante discrétionnaire de ces derniers. Il suggère que les accruals discrétionnaires sont moins persistants que les accruals non discrétionnaires qui à leurs tours sont moins persistants que le cash flow d'exploitation. Cette faible persistance est attribuée à la nature réversible des accruals et plus précisément des accruals discrétionnaires.

Dans une analyse plus fine du contenu informationnel des accruals discrétionnaires, Chen et Cheng (2002) supposent que la relation entre les accruals discrétionnaires et le rendement futur des actions dépend de la motivation des managers à rapporter des accruals anormaux. En effet, ils énoncent l'hypothèse suivant laquelle le rendement futur des actions est négativement (positivement) associé aux accruals discrétionnaires affichés pour des incitations opportunistes (performance /signalisation). Toutefois, leurs résultats montrent que le marché financier est incapable de déceler les motivations des managers puisqu'il surévalue (sousévalue) les accruals discrétionnaires rapportés pour des raisons opportunistes (performance /signalisation). Ils concluent à la fin de leur étude que cette impuissance du marché financier encourage les managers à s'engager de plus en plus dans une gestion des résultats opportuniste qui vise essentiellement à cacher une mauvaise performance ou bien à maximiser leurs consommations discrétionnaires au détriment des autres partenaires de la firme.

Richardson, Sloan, Soliman et Tuna (2002) trouvent que les investisseurs n'interprètent pas convenablement l'information contenue dans les accruals discrétionnaires pour prévoir les rendements futurs.

Récemment, Janes (2003) met l'accent sur la capacité des accruals discrétionnaires à prévoir les événements futurs de l'entreprise. Il considère que les accruals discrétionnaires communiquent une information privée concernant la détresse financière de la firme et s'interroge si cette information est utilisée par les créanciers dans l'instauration des clauses du contrat d'endettement. En utilisant des régressions logistiques, il dégage une relation non linéaire entre les accruals discrétionnaires et le niveau de détresse financière de la firme mesuré par l'indice d'Altam (1968). Plus précisément, pour des niveaux très positifs ou très négatifs des accruals discrétionnaires, les firmes connaissent une forte dégradation financière et sont plus susceptibles de tomber en faillite. Alternativement, pour des niveaux modérés d'accruals discrétionnaires, le risque de défaillance est réduit. Janes (2003) justifie ses constats en prenant en considération le caractère réversible des accruals, il suggère que la performance financière des firmes qui rapportent des accruals discrétionnaires très positifs tend à s'inverser plus rapidement et avec la même magnitude que les firmes qui affichent des accruals modérés. De plus, il suppose qu'une gestion agressive à la baisse des résultats révèle les difficultés financières de la firme et indique que cette dernière est incapable de générer des liquidités futures et de rembourser ses dettes. En effet, les manipulations à la baisse signalent que les dirigeants ont plutôt des anticipations pessimistes sur le devenir de leur entreprise. Il anticipe donc que ces firmes subissent une baisse substantielle de leur performance future. Néanmoins, l'auteur estime que, malgré la pertinence de l'information contenue dans les accruals dans la prévision de la détresse financière, les créanciers n'incorporent pas cette information dans les clauses du contrat d'endettement qu'il mesure par la différence entre le niveau d'endettement exigé par les créanciers dans le contrat de prêt et le niveau d'endettement courant de l'entreprise (slack d'endettement). En revanche, le résultat surprenant qu'il trouve est que les firmes qui affichent des accruals discrétionnaires très élevés bénéficient de clauses moins contraignantes que les entreprises qui gèrent modérément les résultats. Il tire la conclusion à la fin de son étude que la fixation des clauses du contrat d'endettement représente un des aspects du comportement des créanciers et que ces derniers peuvent utiliser l'information contenue dans les accruals en fixant le taux d'intérêt par exemple. C'est dans ce cadre que s'insère notre étude. L'objectif de cette première partie est d'examiner si les créanciers tiennent compte des manipulations comptables pour fixer le coût de la dette. Par analogie aux études précitées concernant l'évaluation des accruals discrétionnaires par les investisseurs, nous estimons que les créanciers utilisent le niveau des accruals discrétionnaires

comme un outil informatif supplémentaire afin de juger de la santé financière de l'entreprise et décider par conséquent du coût de la dette.

Conformément à Sloan (1996) et Janes (2003) et en tenant compte de deux caractéristiques fondamentales des accruals à savoir l'inversion et la non persistance, nous anticipons qu'une gestion agressive à la hausse des résultats tend à camoufler une performance médiocre et est suivie d'une dégradation de la performance dans le futur. De même, une gestion agressive à la baisse traduit aux créanciers les anticipations des dirigeants concernant les risques élevés de détresse financière subis par l'entreprise et que cette dernière est incapable de générer des flux futurs pour rembourser ses dettes

L'hypothèse à tester est la suivante :

H₁ : Plus les accruals discrétionnaires sont élevés en valeur absolue, plus le coût d'endettement est élevé.

III- Atteinte des seuils et coût d'endettement

Les travaux sur les benchmarks se sont développés à la fin des années 90. Bugstahler et Dichev (1997) ont été les premiers à révéler l'existence de deux seuils de résultats: le seuil du résultat nul (évitement des pertes) et le seuil de variations nulles (évitement des diminutions des résultats). DeGeorge, Patel et Zeckhauser (1999) énoncent un troisième seuil qui est les prévisions des analystes (éviter les résultats inférieurs aux prévisions des analystes). Ces chercheurs postulent que les firmes essayent d'atteindre ces seuils étant donné que les investisseurs se fixent sur ces résultats afin d'évaluer la performance de la firme.

Dans ce contexte, les recherches récentes ont montré que les firmes qui atteignent ces benchmarks ont une valeur boursière plus importante tandis que l'échec entraîne une chute considérable de la valeur boursière de la firme (Barth et al, 1999 ; Bartov et al, 2002 ; Skinner et Sloan, 2002 ; Brown et Caylor, 2005)

Barth et al. (1999) trouvent, après avoir contrôlé le niveau du résultat, que les firmes qui rapportent une croissance de leurs résultats par rapport à l'année précédente ont des multiples bénéfice par action plus élevés.

Bartov et al. (2002) ; Kasznik et McNichols (2002) et Lopes et Rees (2002) trouvent que les firmes qui atteignent ou excèdent les prévisions des analystes sont récompensées par un rendement et un coefficient de réponse du bénéfice plus élevés.

Kim (2002) confirme ces résultats. Il trouve que le marché financier récompense les firmes qui atteignent les prévisions des analystes à travers des rendements des titres plus élevés et sanctionne largement les surprises négatives.

De même, Brown et Caylor (2005) démontrent que l'annonce du résultat du quatrième trimestre est suivie d'un rendement anormal positif pour les firmes qui affichent un profit, une croissance du résultat et qui atteignent les prévisions des analystes.

Nous allons donc examiner si l'atteinte des benchmarks est appréciée aussi par les créanciers et si elle permet aux firmes de bénéficier d'un coût d'endettement plus faible.

Cette question a été soulevée par une étude empirique récente de Jiang (2007). Ce dernier trouve que les entreprises qui atteignent les benchmarks sont bien perçues par les créanciers et sont récompensées par une baisse du coût de leurs dettes. Cependant, il précise que les créanciers n'évaluent pas l'atteinte des résultats cibles de la même façon que les investisseurs. En effet, le marché boursier apprécie plus les firmes qui rapportent une croissance du résultat par rapport à l'année précédente ou qui atteignent les prévisions des analystes puisque l'atteinte de ces deux seuils reflète respectivement la stabilité de croissance et la performance de la firme, tandis que les firmes qui atteignent le seuil d'un résultat nul ou positif sont les moins récompensées (Brown et Caylor, 2005). Néanmoins, Jiang (2007) trouve que, parmi les trois seuils, les créanciers apprécient plus les firmes qui affichent un résultat positif, en leur accordant un coût d'endettement plus faible. En effet, c'est le résultat le plus rassurant aux prêteurs que la firme va survivre et qu'elle sera capable d'honorer ses engagements financiers. Il justifie ses constats en tenant compte du fait que la dette de l'entreprise vis à vis des créanciers est fixe. Ces derniers vont probablement perdre une partie de leur fonds si la firme confronte un risque de faillite ou de détresse financière, à l'encontre, ils ne bénéficient pas des options de croissance potentielles ou d'une amélioration de la performance (Plummer et Tse, 1999).

Dans la même vague d'idée, Beatty, Weber et Yu (2007) constatent que les firmes bénéficiaires et les firmes perdantes sont traitées de manière asymétrique lors de l'établissement des clauses du contrat de crédit. En effet, la réalisation d'un profit permet aux firmes de bénéficier d'une augmentation de la capacité d'endettement, cependant, la perte entraîne une baisse du slack d'endettement de presque 100%.

Dans le même esprit, Morera et Pope (2007) affirment que la pression exercée par le marché de crédit poussent les managers à gérer les résultats afin d'éviter les pertes. Il estime que les

créanciers sanctionnent sévèrement les firmes perdantes en leur accordant un coût d'endettement très élevé. Il conclut à la fin de son étude que lors d'une prise de décision, les partenaires de la firme sont plus sensibles aux pertes et moins sensibles au profit. .

Par conséquent, les considérations précédentes amènent à la formulation des hypothèses suivantes:

H₂ : Les firmes qui atteignent ou excèdent les benchmarks bénéficient d'un coût d'endettement plus faible que les autres firmes.

H₃ : Les firmes qui réalisent un profit bénéficient d'un coût d'endettement plus faible que les firmes qui affichent une croissance de leurs résultats.

IV- Echantillon et méthodologie

1-Echantillon

Les firmes objet de notre recherche sont extraites de Fortune1000. Nous nous sommes fixés une période d'étude s'étalant de 1996 jusqu'à 2004. Le site EDGARSCAN est notre source fondamentale de collecte de données. Les données financières sont extraites des rapports annuels « 10-K » disponibles sur ce site. Les prix sont collectés à partir du site Yahoo Finance.

De cette liste, nous avons éliminé toutes les firmes ne disposant pas de données financières ou de marché pour une année de notre période d'étude. Nous avons exclu également de notre échantillon les institutions financières (banques, compagnie d'assurance,...) dont l'activité entraîne un traitement comptable différent. Notre échantillon final est constitué ainsi de 380 firmes américaines sur une période de neuf ans soit 3420 observations.

2-Méthodologie

2-1-Mesure de la gestion des résultats

Pour détecter la présence de la gestion des résultats, plusieurs modèles ont été développés dans la littérature¹. La mesure la plus retenue dans les études antérieures est les accruals². Plusieurs modèles ont été conçus pour mesurer les accruals. Ces modèles considèrent qu'une partie seulement de ces ajustements des variables comptables peut être manipulée.³ Il s'agit de la composante discrétionnaire qui n'est que la différence entre les accruals totaux et les accruals non discrétionnaires.

Dechow et al. (1995), dans une étude qui compare l'efficacité de cinq modèles différents de la gestion des résultats (il s'agit des modèles de Healy, 1985 ; DeAngelo, 1986 ; Jones 1991 ; Jones

modifié (Dechow, Sloan et Sweeney, 1995) et le modèle sectoriel), arrivent à la conclusion que le modèle de Jones modifié (1995) fournit l'estimation la plus fiable des accruals. Ce même résultat a été confirmé ultérieurement par Jeter et Shivakumar (1999).

La version modifiée du modèle de Jones est la suivante :

$$ACCT_t / A_{t-1} = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 ((\Delta CA_t - \Delta REC_t) / A_{t-1}) + \alpha_3 (IMMO_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

ACCT: Accruals totaux = Bénéfice net-cash flow opérationnel.

ΔCA : La variation du chiffre d'affaire entre deux exercices successifs.

ΔREC : La variation des créances clients entre t-1 et t.

IMMO: Le montant total des immobilisations corporelles brutes de l'entreprise à la période t.

A_{t-1} : L'actif total en t-1.

ε_t : Le terme d'erreur de ce modèle représente la proportion des accruals discrétionnaires.

Par ailleurs, nous retenons dans la suite de cet article les accruals discrétionnaires du modèle de Jones modifié comme mesure de la gestion des résultats..

2-2-Impact de la gestion des résultats sur le coût d'endettement

Pour valider notre première hypothèse de recherche qui prédit qu'une gestion agressive à la hausse ou à la baisse affecte positivement le coût d'endettement, nous allons procéder en deux étapes :

1^{ère} étape : Analyse univariée

Nous allons construire trois sous échantillons d'entreprises en retenant comme critère de séparation le degré de la gestion des résultats.

-Le 1^{er} groupe est formé des entreprises qui gèrent agressivement leurs résultats à la hausse.

-Le 2^{ème} groupe est composé des firmes qui gèrent modérément leurs résultats.

-Le 3^{ème} groupe regroupe les firmes qui procèdent à une gestion agressive à la baisse.

Un test d'égalité des moyennes sera appliqué ensuite sur la variable coût d'endettement pour comparer le niveau du coût d'endettement entre les trois groupes.

2^{ème} étape : Analyse multivariée

L'analyse multivariée consiste à estimer le modèle linéaire multiple en panel⁴ suivant :

$$CE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 |AD_{it}| + \sum \beta_j * \text{variables de contrôle}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{modèle n}^\circ 1)$$

$i = (1 \dots 380)$; $t = (1 \dots 9)$

CE : désigne le coût d'endettement. Conformément à Pittman et Fortin (2004) et Piot et al. (2006), nous allons mesurer le coût d'endettement par le montant des charges financières rapporté au montant total du passif financier de l'entreprise.

$|AD|$: C'est la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés à partir du modèle de Jones modifié (1995). Nous avons utilisé la valeur absolue des accruals pour mettre l'accent sur l'effet de l'amplitude de la gestion des résultats sur le coût d'endettement.

Si le coefficient α_1 est positif (négatif), les créanciers conçoivent que les accruals discrétionnaires signalent de mauvaises nouvelles (bonnes nouvelles) sur la santé financière de la firme.

Les variables de contrôle

Les variables de contrôle retenues sont celles qui sont considérées par la littérature financière comme étant des facteurs susceptibles d'influencer le jugement des prêteurs quant à la détermination du taux d'intérêt des accords de prêt. Ces facteurs se rapportent aux déterminants des risques subis par les créanciers ainsi qu'aux caractéristiques de la firme.

-La taille de la firme : Sengupta (1998) prévoit que les grandes entreprises supportent des coûts d'endettement assez faible relativement aux entreprises de petites tailles vu que les grandes firmes ont tendance à être les plus diversifiées et donc les moins exposées au risque de faillite. De même, Klock, Mansi, et Maxwell (2004) affirment que les entreprises de grandes tailles sont caractérisées par une forte stabilité et elles optent pour des économies d'échelles. Ils trouvent que plus la taille de l'entreprise est grande moins faible sera le coût de sa dette. Nous anticipons ainsi une relation inverse entre le coût d'endettement et la taille de l'entreprise.

La taille de la firme est mesurée par le logarithme naturel de l'actif total

-L'endettement : C'est le montant du passif financier rapporté à l'actif total. Ce ratio indique le pourcentage des fonds utilisés dans l'actif provenant des créanciers de l'entreprise. Plusieurs chercheurs (Kim, 1978 ; Leland, 1998...) montrent qu'un endettement excessivement élevé conduit à un accroissement du risque financier. A partir du moment où l'endettement n'est plus maîtrisé, la firme risque de tomber en faillite

Tondeur (1999) suggère que les créanciers exigent une prime de risque assez élevée lorsque la firme est très endettée et ce afin de se prémunir contre le risque de non remboursement de leur créance. Nous nous attendons à une relation positive entre le ratio d'endettement et le coût de la dette.

- **Le risque opérationnel** : DeAngelos et Masulis (1980) affirment que la volatilité du bénéfice accroît le risque de faillite de l'entreprise. Ils ajoutent que les investisseurs trouvent une difficulté à prévoir le bénéfice futur d'une firme ayant une variabilité élevée de son résultat. Dans ce cas, le marché va imposer à la firme des restrictions sévères et demande une prime pour accepter d'accorder des fonds, de nature à augmenter le coût de la dette. Nous prévoyons que les firmes risquées subissent un coût d'endettement plus élevé.

Conformément à Brailsford et al. (2002), nous mesurons le risque de l'entreprise par l'écart type du rendement de l'actif (ROA).

-**La structure de l'actif** : Selon la théorie de trade-off, les entreprises possédant plus d'actifs tangibles sont moins exposées aux conflits d'intérêts entre dirigeants/ actionnaires et créanciers. En effet, les actifs tangibles sont moins sujets aux asymétries de l'information et perdent en cas de liquidation moins de valeur que les actifs intangibles. Ils offrent donc plus de garanties aux créanciers quant à la possibilité de récupérer leurs fonds en cas d'insolvabilité de leurs débiteurs (Alli et al, 1993). Nous anticipons une relation négative entre la part de l'actif tangible et le coût d'endettement.

Le ratio des immobilisations corporelles nettes sur l'actif total est retenu comme mesure de la part de l'actif sans risque dans l'actif total de l'entreprise.

-**Les opportunités de croissance** : Chen (2002) indique que les coûts d'agence dus aux problèmes de sous investissement sont d'autant plus élevés que la valeur des opportunités de croissance futures de l'entreprise est plus importante par rapport à la valeur actuelle des actifs en place, dans la mesure où les conflits entre actionnaires-créanciers qui surgissent lors de l'exercice de ces options sont plus intenses (Myers, 1977). Les créanciers, étant au courant de cette situation de sous investissement, font subir à l'entreprise un coût de financement élevé.

Un autre problème peut menacer les créanciers, il s'agit de de « substitutions d'actifs ». En effet, l'entreprise peut détourner les fonds prêtés par les créanciers dans des projets plus risqués que prévu de façon à maximiser la valeur de l'investissement au détriment du risque. Skinner (1993) avance que le problème de « substitutions d'actifs » est plus intense dans les firmes à fortes opportunités de croissance étant donné que ces firmes se caractérisent par une forte asymétrie informationnelle ce qui rend ce problème difficile à prévoir. Si les créanciers anticipent ce comportement opportuniste, ils vont donc exiger un taux d'intérêt assez élevé.

Nous nous attendons à ce que les opportunités de croissance affectent positivement le coût d'endettement ;

Le ratio market- to-book des fonds propres (valeur marchande des actions /Valeur comptable des fonds propres) est utilisé comme mesure des opportunités de croissance.

2-3-Impact de l'atteinte des seuils sur le coût d'endettement

-La dernière étape de notre analyse empirique vise à tester l'impact de l'atteinte des benchmarks sur le coût d'endettement.

Pour ce faire, nous allons estimer le modèle suivant :

$$CE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Profit}_{it} + \alpha_2 \text{ Croiss Result}_{it} + \sum \beta_j \text{variables de contrôle}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{modèle n}^\circ 2)$$

Dans notre recherche, nous allons nous limiter à tester l'impact de l'atteinte de deux seuils, à savoir : zéro bénéfice et résultat de l'année dernière, sur le coût d'endettement.

Nous n'allons pas inclure l'atteinte des prévisions des analystes dans notre modèle vu que cette donnée n'est pas disponible sur toute la période de notre étude.

Conformément à Janin (2007), nous allons mesurer l'atteinte des seuils comme suit :

Profit =1 si le résultat par action avant éléments extraordinaires est supérieur ou égal à zéro
=0 si non.

Croiss Result =1 si le résultat par action avant élément extraordinaire de l'année t est supérieur ou égal au résultat par action avant élément extraordinaire de l'année t-1, et 0 si non.

Le coefficient approprié à chaque seuil illustre l'effet d'atteindre ou d'excéder ce benchmark après avoir contrôlé l'effet de l'autre benchmark. Nous nous attendons à ce que α_1 et α_2 soient négatifs et significatifs.

De plus, si les firmes qui atteignent ou excèdent le seuil « zéro bénéfice » bénéficient d'un coût d'endettement plus faible que les firmes qui affichent une croissance de résultats (hypothèse 3), nous anticipons trouver que le coefficient relatif à la variable « Profit » soit significativement plus négatif que le coefficient de la variable « Croiss Result ».

V- Les résultats empiriques

Avant de procéder à une analyse économétrique, il sera utile d'exposer certaines caractéristiques de notre échantillon.

1-Les statistiques descriptives

Les statistiques descriptives (tableau n° 2) montrent que les accruals discrétionnaires sont en moyenne positifs. Ceci indique que les firmes de notre échantillon ont tendance à gérer à la hausse leurs résultats. Le niveau d'endettement des entreprises de notre échantillon est en moyenne faible, en effet, le niveau d'endettement comptait en moyenne 37,1% de l'actif total. Les firmes enregistrent d'importantes opportunités de croissance puisque le ratio market to book est supérieur à l'unité. Ce résultat est prévisible dans la mesure où les firmes constituant notre échantillon sont toutes performantes (extraites de Fortune 1000) et ayant par conséquent plus d'options de croissance que d'actifs en place. Les actifs tangibles comptaient en moyenne 32,3% des actifs totaux. La firme moyenne de notre échantillon subit une volatilité relativement élevée de son rendement qui est de 18,3%.

2-Impact de la gestion des résultats sur le coût d'endettement

Les résultats du test d'égalité des moyennes sont résumés dans le tableau n°3.

Nous remarquons que les firmes qui ont des accruals discrétionnaires très positifs subissent des coûts d'endettement significativement plus élevés que les firmes qui gèrent modérément leurs comptes soit 8,17% pour G1 contre 5,09% pour G2. Ce constat confirme notre première hypothèse qu'une gestion agressive à la hausse est mal perçue par les créanciers. En effet, si les dirigeants gèrent agressivement les résultats à la hausse, il faudra s'attendre à une dégradation de la performance comptable dans les périodes futures vu que les firmes ne peuvent pas gérer infiniment leurs résultats dans un seul sens. D'ailleurs, l'aménagement des accruals dans le temps obéit à une contrainte de possibilité, en ce sens qu'une gestion agressive à la hausse tend à s'inverser avec la même amplitude dans les périodes futures. Cette détérioration de la performance est anticipée par les créanciers qui vont exiger un coût d'endettement assez élevé.

De même, nous décelons des différences significatives du coût d'endettement entre le deuxième et le troisième groupe. Les firmes qui gèrent agressivement leur résultat à la baisse supportent un coût d'endettement significativement plus élevé que les firmes qui ont des niveaux modérés d'accruals discrétionnaires. Ceci rejoint l'idée que des accruals discrétionnaires très négatifs reflètent les anticipations pessimistes des dirigeants concernant le devenir de leur firme et que cette dernière est incapable de générer des flux futurs pour rembourser ses dettes. Les créanciers

incorporent cette information en exigeant une grande prime de risque afin de se prémunir contre toute menace de non remboursement.

Les résultats de la régression linéaire testant l'impact de la valeur absolue des accruals discrétionnaires sur le coût d'endettement (tableau n° 4) vont dans le sens des conclusions du test uni varié. Le coefficient associé à la valeur absolue des accruals discrétionnaires est positif et significatif au seuil de 1%, ce qui confirme notre première hypothèse selon laquelle les accruals discrétionnaires véhiculent une information spécifique et utile aux créanciers pour juger de la situation financière de la firme. Plus précisément, les résultats montrent que les firmes qui gèrent agressivement leurs résultats soit à la hausse ou à la baisse subissent un coût d'endettement assez élevé. Ainsi, nous pouvons affirmer que les créanciers tiennent compte du caractère réversif des accruals et n'apprécient pas les firmes qui ont des accruals discrétionnaires très positifs. De même, les firmes qui gèrent leurs résultats agressivement à la baisse vont supporter un coût d'endettement assez élevé. En effet, une gestion agressive à la baisse signale que les dirigeants ont des prévisions pessimistes sur le futur de la firme. Dès lors, les créanciers s'inquiètent sur le remboursement de leurs fonds et imposent un coût d'endettement plus élevé.

Ainsi, nous pouvons conclure que les créanciers sont des utilisateurs sophistiqués des chiffres comptables qui comprennent l'information contenue dans les accruals discrétionnaires et agissent en conséquence sur le coût d'endettement.

Les résultats montrent également que le coût d'endettement est d'autant plus élevé que la firme a de fortes opportunités de croissance. Ceci rejoint l'idée que les firmes en croissance sont plus confrontées aux problèmes de sous investissement et de substitutions d'actifs, les créanciers étant au courant de cette situation préfèrent revoir la politique des prêts.

Conformément aux résultats de Sengupta (1998), les estimations révèlent une relation négative et significative au seuil de 1% entre la taille de la firme et son coût d'endettement. Ainsi les entreprises de grandes tailles ont tendance à chercher un certain niveau de stabilité du cash flow, et les dirigeants de ces entreprises ont toujours tendance à limiter le niveau d'endettement de leurs entreprises pour ne pas supporter un coût d'endettement élevé.

Pour ce qui est la variable ratio d'endettement, nous constatons que plus l'entreprise est endettée, plus élevé sera son coût d'endettement. Nous confirmons ainsi les prédictions de Tondeur (1999) selon lesquelles les créanciers exigent une prime de risque assez élevée lorsque la firme est trop endettée afin de se prémunir contre le risque de non remboursement.

Comme nous nous y attendons, le coefficient associé au risque est positif et significatif au seuil de 10%. Ainsi les créanciers sanctionnent les firmes ayant une variabilité élevée de leurs résultats en leur exigeant un coût d'endettement élevé.

Enfin, nous remarquons que les créanciers sont moins exigeants lorsque les entreprises disposent de plus d'actifs sans risque en place en leur octroyant un faible coût d'endettement. En effet, les actifs tangibles sont moins sujets aux asymétries d'informations et perdent en cas de liquidation moins de valeur que les actifs intangibles. Ils offrent donc plus de garanties aux créanciers qui sont moins confrontés à un risque de non remboursement ou un transfert de leur richesse au profit des actionnaires.

3-Impact de l'atteinte des seuils sur le coût d'endettement

Les résultats de l'estimation du modèle n°2 (tableau n°5) dévoilent deux constats importants. Le premier est que les créanciers se fixent sur le niveau du résultat réalisé pour décider du coût d'endettement. En effet, les coefficients relatifs aux variables « profit » et « Croiss Result » sont négatifs et significatifs au seuil de 1% ce qui confirme notre deuxième hypothèse de recherche selon laquelle les firmes qui atteignent ou excèdent les benchmarks sont récompensées par les créanciers à travers un coût d'endettement plus faible. En outre, l'atteinte du seuil « zéro bénéfice » signifie que la firme va survivre et qu'elle sera capable de générer des flux dans le futur lui permettant d'honorer ses engagements financiers. Ce fait atténue les conflits entre les actionnaires et les créanciers et minimise le risque de non remboursement de la dette. De même, les créanciers apprécient les firmes qui présentent une tendance régulière et croissante de leur résultat indiquant que la firme est sur la bonne voie de croissance ce qui renforce la confiance des créanciers vis-à-vis de l'entreprise.

Le second constat est que l'importance relative de l'atteinte de chaque seuil n'est pas la même pour les créanciers que pour les investisseurs. Conformément à notre troisième hypothèse, nous remarquons que le coefficient associé à la variable « Profit » est plus négatif que le coefficient associé à la variable « Croiss Result ». Ceci prouve que les créanciers apprécient plus les firmes qui affichent un résultat positif. Deux raisons peuvent expliquer nos résultats. La première raison est liée aux objectifs poursuivis par les créanciers qui cherchent essentiellement la survie de l'entreprise plutôt que la stabilité de sa croissance ou sa performance future.

La deuxième raison se rattache à la nature de la relation qui lie les créanciers à l'entreprise. En cas de faillite ou de détresse financière, les créanciers peuvent perdre une partie de leurs fonds, à

l'encontre, ils ne bénéficient pas des hausses des cours due à une stabilité de croissance ou à une meilleure performance.

Les conclusions ci-dessous supposent que le marché de crédit apprécie l'atteinte des benchmarks, en accordant un coût d'endettement moins élevé.

Néanmoins, nous n'avons pas spécifié le procédé utilisé pour atteindre ces seuils. En effet, la pression exercée par le marché financier peut inciter les managers à gérer les résultats afin d'atteindre les résultats cibles. Si les firmes ont recours aux manipulations comptables pour éviter les pertes ou pour éviter la baisse du résultat, l'appréciation des créanciers vis-à-vis de la firme pourrait être atténuée. Pour approfondir encore notre étude, nous nous intéressons dans ce qui suit à tester cette alternative. Pour ce faire, nous allons ajouter au modèle n° 2 deux variables d'interaction.

Ces variables sont :

-AD*Profit : le montant des accruals discrétionnaires multiplié par la variable dichotomique « Profit »

-AD* Croiss Result: le montant des accruals discrétionnaires multiplié par la variable dichotomique « Croissance du résultat ».

-Le modèle à estimer est le suivant :

$$CE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Profit}_{it} + \alpha_2 \text{Croiss Result}_{it} + \alpha_3 \text{AD* Profit}_{it} + \alpha_4 \text{AD* Croiss Result}_{it} + \sum \beta_j \text{variables de contrôle}_{it} + \varepsilon_{it}$$
 (modèle n°3)

Les termes d'interactions captent l'effet incrémental de l'atteinte des résultats cibles, moyennant la gestion des résultats, sur le coût d'endettement. Les coefficients α_3 et α_4 seront probablement positifs dans le sens où les firmes qui manipulent leurs comptes sont mal perçues par les créanciers.

D'après le tableau n°6, α_3 et α_4 sont positifs et significatifs respectivement au seuil de 1% et 5% tandis que α_1 et α_2 restent négatifs. Ainsi le recours à la gestion des résultats, atténue le lien entre le coût d'endettement et l'atteinte des benchmarks mais sans le faire disparaître. Ceci implique que la firme qui a recours à la gestion des résultats pour atteindre les résultats cibles bénéficie encore d'une baisse du coût d'endettement mais elle sera moins appréciée par les créanciers qu'une firme qui arrive à atteindre les benchmarks sans avoir recours aux manipulations comptables.

VI- Conclusion

L'objectif de cette étude est d'analyser si la gestion des résultats d'une part et l'atteinte des seuils de résultats d'autre part influencent le coût d'endettement de la firme. En effet, si les créanciers sont des utilisateurs sophistiqués de l'information comptable, il nous semble intéressant de voir si la gestion des résultats véhicule des informations supplémentaires aux créanciers concernant la santé financière de la firme et si ces derniers incorporent cette information en fixant le coût d'endettement.

D'un autre côté, la plupart des études s'est intéressée à l'importance de l'atteinte des benchmarks sur le marché boursier en montrant que le marché apprécie les firmes qui atteignent les résultats cibles et sanctionne les autres. Par analogie à ces travaux, nous avons essayé d'examiner si les créanciers se fixent eux aussi sur le niveau du résultat réalisé pour déterminer le coût d'endettement.

Partant d'un échantillon de 380 entreprises américaines sur une période de neuf ans, les résultats montrent qu'une gestion agressive à la hausse ou à la baisse est mal perçue par les créanciers et affecte positivement le coût d'endettement. En effet, des accruals discrétionnaires très positifs tendent à s'inverser rapidement et avec la même amplitude dans le futur. Les créanciers anticipent cette détérioration de la performance et exigent un coût d'endettement élevé. De même, une gestion agressive à la baisse n'est pas appréciée par les créanciers étant donné qu'elle reflète les anticipations pessimistes des dirigeants concernant le futur de leur firme.

En plus, les résultats prouvent que les firmes qui atteignent ou excèdent, le seuil zéro bénéfice et le seuil résultat de l'année précédente, sont récompensées par les créanciers à travers un faible coût d'endettement.

Les résultats montrent aussi que les créanciers apprécient plus les firmes qui affichent un résultat positif que celles qui rapportent une croissance de leurs résultats. Un tel résultat peut avoir pour explication que l'objectif des créanciers n'est pas de bénéficier des opportunités de croissance ou d'une plus value mais plutôt de s'assurer du remboursement de leur créance. Ainsi ils s'intéressent plus à la survie de la firme qu'à la stabilité de sa croissance.

Enfin, les résultats de l'analyse de sensibilité indiquent que le recours aux manipulations comptables pour atteindre les benchmarks atténue le lien entre le coût d'endettement et l'atteinte des résultats cibles mais sans le faire disparaître.

Comme tout travail de recherche, cet article peut être encore développé en introduisant d'autres variables explicatives du coût d'endettement tel que les mécanismes de gouvernance et l'atteinte des prévisions des analystes.

Bibliographie

- Ahmed, A. S, Nainar, S.M.K et Zhou, J (2001) "Do analysts forecasts fully reflect the information in accruals?" Syracuse University Working Paper. www.ssrn.com
- Alli, K. L., Khan, A. Q. et Ramirez, G. G. (1993) "Determinants of corporate dividend policy", A factorial analysis. *Financial Review* Vol 28, pp 523–547.
- Altman E.I, (1968) «Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy», *Journal of Finance*, September, Vol 23, n°4, pp 589-609.
- Barclay, M.J., Smith C.W. et R.L. Watts (1995) "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance* 7(4), pp 4-19.
- Barth, M., J. Elliot et M. Finn. (1999) « Market rewards associated with patterns of increasing earnings » *Journal of Accounting Research* 37, pp 387-413.
- Bartov, E., D. Givoly, et C. Hayn. (2002) « The rewards to meeting or beating earnings expectations » *Journal of Accounting and Economics* 33 pp 173-204.
- Beatty,A ; Yu, J et Weber ,J (2007) « Conservatism and debt" *Journal of Accounting and Economics* (forthcoming).
- Berger,P.G; Ofeck,E ;Yermack,D (1997) "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *The Journal of Finance*, Vol 4 , pp 1411-1436.
- Bevan, A.A. et Danbolt, J (1999) "Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom A Decompositional Analysis", Mimeo, Heriot-Watt University and University of Glasgow.
- Brailsford, T. , Barry O., Pua S .L.H. (2002) "On the relation between ownership structure and capital structure" *Accounting and Finance*, Vol 42, pp.1-26.
- Brown, L. et M. Caylor (2005) « A temporal analysis of thresholds: propensities and valuation Consequences » *The Accounting Review* 2 pp 423-440.
- Burgstahler D. C. et Dichev I. D (1997) "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), pp 99-126.
- Castanias, R. (1983) "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol.38, pp 1617-1635.
- Chen, K (2002) "The influence of capital structure on company value with different growth opportunities" Fame and university of lausanne, Paper for EFMA2002 Annual Meeting.
- Chen,X et Cheng, Q (2002) "Abnormal accruals –based anomaly and managers' motivations to record abnormal accruals", Working paper, www.ssrn.com.
- Collins, D et P. Hribar, (2000) "Earnings-based and accrual-based market anomalies, one effect or two?" *Journal of Accounting and Economics* 29, pp 101-123.

Collins, D; Gong, G et P. Hribar, (2003) « Investor sophistication and mispricing of accruals » *Review of Accounting Studies* (8), pp 355-384.

De Angelo H., De Angelo L.E. and Skinner D.J (1994) “Accounting choice in troubled companies” *Journal of Accounting and Economics*, Vol (17), pp 113-143.

DeAngelo, H; DeAngelo,L et Wruck, K (2002) “Asset liquidity, debt covenants and managerial discretion in financial distress: the collapse of L.A.Gear” *Journal of financial economics* (64), pp 3-34.

DeAngelo, H et Masulis, R (1980) “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”, *Journal of Financial Economics*, Vol 8 (1), pp 3-29.

DeAngelo, L (1986) “Accounting numbers as market valuation substitutes: a study o management byouts of public stockholders” *The Accounting Review* (61), July, pp 400-420.

Dechow P., Sloan R. et Sweeney A.P(1995), “Detecting earnings management” *The Accounting Review*, pp 193-225.

Defond, M. et Jiambalvo, J (1994), “Debt covenant effects and the manipulation of accruals”,*Journal of Accounting and Economics*, Vol 17, pp 145-176.

DeGeorge F., Patel J. et Zeckhauser R. (1999) "Earnings Management to Exceed Thresholds", *The Journal of Business*, 72 (1), pp 1-33

Gul, Leung et Srinidhi (2003): « The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earnings- Returns Relationship and the Pricing of Discretionary Accruals», Working paper, www.ssrn.com.

Harris, M et Raviv, A (1988) “Corporate control contests and capital structure”, *Journal of Financial Economics* , Vol 20.

Harris, M et Raviv , A (1990) “ Capital structure and the informational role of debt”, *Journal of Finance* , Vol 45.

Harris, M. et Raviv, A. (1991) “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, Vol 46(1), pp 297-355.

Healy, P (1985) « Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions”, *Journal of accounting and economics*, volume 7, pp 85-107.

Holthausen, R. et R. Watts (2001) « The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting ». *Journal of Accounting and Economics* 31, pp 3-75.

Janes, T.D (2003), “Accruals, financial distress and debt covenants”, working paper, www.ssrn.com.

Janin, R. (2000), “Gestion des chiffres comptables, contenu informationnel du résultat et mesure de la création de valeur”, Thèse de Doctorat, Université Pierre Mendés France, Grenoble, 321 pages.

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

Jiang, J (2007) « Beating earnings benchmarks and the cost of debt » Working paper, www.ssrn.com.

Jones, J (1991) « Earnings management during import relief investigations » Journal of Accounting Research; Autumn , pp 193-228

Kelly, L (1983) “The development of a positive theory of corporate management’s role in external financial reporting”, Journal of Accounting Literature, spring, pp 111-150.

Kim, H (1978) “A mean variance theory of capital structure and corporate debt capacity” Journal of Finance, Vol 33, 45-64.

Klock M., Mansi S., Maxwell W (2004) “Corporate governance and the agency cost of debt” Working paper, George Washington University.

Lang, L.; Ofek, E. et Stulz, R. M. (1996) “Leverage, investment, and firm growth”, Journal of Financial Economics, Vol.40, pp 3-29.

Leland, H.E (1998) “Agency costs, risk management and capital structure” Journal of Finance, Vol 53, pp 1213-1243.

Modigliani, F. et Miller, M.H. (1958) “The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment”, American Economic Review, Vol 48, pp 261-297.

Modigliani, F. et Miller, M.H. (1963) “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital” A Correction, American Economic Review Vol 53(3), pp 433-443.

Moreira, J.A.C et Pope, P.F (2007) « Earnings management to avoid losses: a cost of debt explanation » Working paper, www.ssrn.com.

Myers, S.C. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics Vol 5, pp 147-175.

Piot, C et Piera, F.M (2006) “Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies”, 28^{ème} congrès de l’Association Francophone de Comptabilité (mai 2007).

Pittman, J.A et Fortin. S (2004) “Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms”, Journal of Accounting and Economics, 37, Issue 1, pp 113-136.

Plummer, C et TSE, S (1999) “The effect of limited liability on the informativeness of earnings: “evidence from the stock and bond market” Contemporary accounting research 16 (3) pp 541-574.

Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman et M. Tuna, (2002) « Information in accruals about earnings persistence and future stock returns ». Working paper, University of Michigan.

Sengupta P (1998) “Corporate disclosure quality and the cost of debt” The Accounting Review, volume 73, pp 459-474.

Skinner, D. J (1993) “The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence” Journal of Accounting and Economics 16 (October), pp 407-455.

Skinner, D. et R. Sloan (2002): « Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don’t let an earnings torpedo sink your portfolio. Review of Accounting Studies 7, pp 289- 312.

Sloan.R.G (1996), "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? The Accounting Review 71, No. 3 (July 1996), pp 289-315.

Subramanyam, K.R, (1996) "The pricing of discretionary accruals", Journal of Accounting and Economics, Vol 22, pp 249-281.

Sweeney, A.P. (1994) "Debt covenant violations and managers' accounting responses", Journal of Accounting and Economics, Vol 17, pp 281-308.

Thomson Financial (2004) Global/US capital markets press release. Available from www.thomson.com.

Tondeur, H (1999) "Etude des clauses contractuelles des contrats d'endettement" cahier de recherche- CLAREE : Centre Lillois d'Analyse et de Recherche sur l'Evolution des Entreprises.

Vidal, O (2006): "La gestion du résultat pour atteindre des seuils : un cadre d'analyse", 28^{ème} congrès de l'Association Francophone de Comptabilité (mai 2007).

Watts R. et Zimmerman J. (1986) "Positive accounting theory", prentice Hall.

Watts R. et Zimmerman J. (1990, "Positive accounting theory: A ten year perspective", The Accounting Review, Vol 65, pp 131-156.

Xie, H (2001) "The mispricing of abnormal accruals" The Accounting Review, Vol, 76, N°3, pp 357-373.

Xue, Y (2003) "Information content of earnings management: evidence from managing earnings to exceed thresholds, Working paper, www.ssrn.com.

ANNEXE

Tableau n°1 : Définitions et mesures des variables

<i>Nom de la variable</i>	<i>Définition de la variable</i>	<i>Mesure de la variable</i>
<i>AD</i>	Le montant des accruals discrétionnaires	Le terme d'erreur du modèle de Jones modifié (1995)
<i>CE</i>	Le coût d'endettement	Total des charges financières/Total du passif financier
<i>END</i>	Le ratio d'endettement	Montant du passif financier/ Total actif
<i>TANG</i>	L'actif tangible	Montant des immobilisations corporelles nettes/ Total actif
<i>TAIL</i>	La taille de la firme	Le logarithme naturel de l'actif total
<i>OPPCROISS</i>	Les opportunités de croissance	Valeur marchande des actions/Valeur comptable des fonds propres
<i>RISQ</i>	Le risque opérationnel	L'écart type du rendement de l'actif
<i>Profit</i>	Atteinte du seuil zéro bénéfice	Une variable binaire qui prend la valeur 1 si la firme a réalisé un résultat nul ou positif et 0 si non
<i>Croiss Result</i>	Atteinte du seuil résultat de l'année dernière	Une variable binaire qui prend 1 si le résultat de l'année t est supérieur ou égal au résultat de t-1 et 0 si non

Tableau n°2 : Les statistiques descriptives

<i>Les variables</i>	<i>N. d'obs</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std.Deviation</i>
<i>AD</i>	3420	-0,072	0,0836	0,0011	0,164
<i>CE</i>	3420	0,019	0,213	0,071	0,038
<i>END</i>	3420	0,00	0,876	0,371	0,204
<i>TANG</i>	3420	0,00	0,983	0,323	0,231
<i>TAIL</i>	3420	3,641	11,921	9,425	0,598
<i>OPPCROISS</i>	3420	0,016	6,375	3,145	3,853
<i>RISQ</i>	3420	0,053	1,170	0,183	0,792

Tableau n°3 a : Test d'égalité des moyennes entre G1 et G2

<i>Variables</i>	<i>G1</i>	<i>G2</i>	<i>Khi-deux</i>
<i>Accruals discrétionnaires</i>	0,0257	0,000809	
<i>Coût d'endettement</i>	0,0817	0,0509	3,52**

*Significatif au seuil de 10% ; **Significatif au seuil de 5% ; ***Significatif au seuil de 1%.

Tableau n°3 b : Test d'égalité des moyennes entre G2 et G3

<i>Variables</i>	<i>G2</i>	<i>G3</i>	<i>Khi-deux</i>
<i>Accruals discrétionnaires</i>	0,000869	-0,0232	
<i>Coût d'endettement</i>	0,0509	0,0806	7,26***

*Significatif au seuil de 10% ; **Significatif au seuil de 5% ; ***Significatif au seuil de 1%.

Tableau n° 4 : Impact de la gestion des résultats sur le coût d'endettement

$$CE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 |AD_{it}| + \alpha_2 END_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 TAIL_{it} + \alpha_5 OPPCROISS_{it} + \alpha_6 RISQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Constante	AD	END	TANG	TAIL	OPPCROISS	RISQ	R ² ajusté
Signes attendus	(?)	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)	(+)	
Coefficients	-0,861	0,167	0,641	-0,115	-0,0117	0,102	0,046	
t-statistic	-6,425***	3,564***	2,485**	-1,74**	-5,811***	1,157*	1,296*	

*Significatif au seuil de 10% ; **Significatif au seuil de 5% ; ***Significatif au seuil de 1%.

Tableau n° 5: Impact de l'atteinte des benchmarks sur le coût d'endettement

$$CE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Profit_{it} + \beta_2 Croiss\ result_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 TAIL_{it} + \beta_6 OPPCROISS_{it} + \beta_7 RISQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Constante	Profit	Croiss Result	END	TANG	TAIL	OPPCROISS	RISQ	R ² ajusté
Signes attendus	(?)	(-)	(-)	(+)	(-)	(-)	(+)	(+)	
Coefficients	0,0862	-0,846	-0,524	0,59	0,013	-0,075	0,173	0,0016	
t-statistic	2,145**	-5,741***	-2,569***	2,10**	0,96	-2,18**	1,78*	0,40	

*Significatif au seuil de 10% ; **Significatif au seuil de 5% ; ***Significatif au seuil de 1%.

Tableau n°6 : Impact de l'atteinte des benchmarks, via la gestion des résultats, sur le coût d'endettement

$$CE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Profit_{it} + \alpha_2 Croiss\ Result_{it} + \alpha_3 AD*Profit_{it} + \alpha_4 AD* Croiss\ Result_{it} + \sum \beta_j \text{variables de contrôle}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Profit	Croiss Result	AD*Profit	AD* Croiss Result
Coefficients	-0,636	-0,433	0,295	0,158
t-statistic	-5,126***	-3,183***	4,241***	2,369**

*Significatif au seuil de 10% ; **Significatif au seuil de 5% ; ***Significatif au seuil de 1%.

Notes

- ¹ Parmi ces modèles, on peut citer d'une part les modèles stationnaires de Healy (1985), DeAngelo (1986) et d'autre part les modèles économiques de Jones (1991) et les améliorations introduites par Dechow et al. (1995), Shivakumar (1996), Subramanyam (1996) et Cormier et al. (1998).
- ² Selon Cormier et al. (2000): « Les accruals englobent tous les ajustements qui permettent de passer d'une comptabilité de caisse à une comptabilité d'exercice, qu'il s'agisse des dotations, des provisions ou encore des changements de méthodes comptables... ils sont reliés aux activités d'exploitation ».
- ³ La composante non discrétionnaire comprend l'ensemble des éléments comptables sur lesquels les dirigeants n'ont pas le pouvoir décisionnel en matière de politique comptable. Elle inclut principalement la variation du besoin en fond de roulement, les dotations aux amortissements nettes des reprises incluses dans le calcul de la capacité d'autofinancement et les flux monétaires résultant des décalages dans les comptes de régularisation des opérations financières de restructuration des dettes et des cessions des créances
- ⁴ D'après E.J.M Alonso, cette technique présente un avantage par rapport aux séries temporelles et aux données en coupe transversale utilisées dans la plupart des études (Morck et al, 1988; McConnel et Servaes, 1990 ; Denis et Sarin, 1999), puisqu'elle permet d'éviter une éventuelle distorsion dans les résultats empiriques due à une corrélation possible entre les différentes variables.