

L'influence de la concentration de l'actionnariat sur les pratiques de gestion des résultats

The influence of shareholder concentration on earnings management practices

Abderrahim CHTAOUI

Docteur en Sciences de Gestion

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Mohammedia

Université Hassan II - Casablanca

Mohamed BENHRIMIDA

Enseignant Chercheur à ENCG — CASABLANCA

Université Hassan II — Casablanca

FERRAT OTHMANE

Docteur en Sciences de Gestion

ENCG - FES

Date de soumission : 21/02/2023

Date d'acceptation : 02/05/2023

Pour citer cet article :

CHTAOUI A. et al. (2023) « L'influence de la concentration de l'actionnariat sur les pratiques de Gestion Des Résultats », Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 6 : Numéro 3 » pp : 215 - 232

Résumé

Les adeptes de la théorie d'agence défendent la supériorité des mécanismes de gouvernance internes sur les mécanismes externes, l'actionnariat constitue un mécanisme de gouvernance très efficace capable de faire face à l'opportunisme managérial

L'actionnariat est apprécié à travers ses deux attributs : la concentration et la typologie des actionnaires qui peuvent influencer fortement les rapports de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants.

Le présent papier cherche à étudier l'influence de la concentration de l'actionnariat sur le comportement des dirigeants en matière de gestion des résultats, nous allons essayer d'analyser la littérature financière à travers l'analyse de la relation d'agence de premier degré (propriétaire -dirigeant) et de second degré (actionnaire-actionnaire) développer par la suite la notion des bénéfices privés pour enfin aborder la littérature empirique et développer des hypothèses qui peuvent servir de base pour des prochaines études empiriques et économétriques.

Mots clés : Gestion des Résultats ; Concentration ; actionnariat ; Typologie ; Comptabilité.

Abstract

Proponents of agency theory argue that internal governance mechanisms are superior to external ones, and that shareholding is a highly effective governance mechanism capable of countering managerial opportunism.

Shareholding is assessed through its two attributes: shareholder concentration and shareholder typology, which can strongly influence power relations between shareholders and managers.

This paper seeks to study the influence of shareholding concentration on managerial behavior in terms of earnings management. We will attempt to analyze the financial literature through an analysis of the first-degree (owner-manager) and second-degree (shareholder-shareholder) agency relationship, then develop the notion of private benefits, and finally approach the empirical literature to develop hypotheses that can serve as a basis for future empirical and econometric studies.

Keywords: Earning Management; Concentration; Shareholder; Typology; Accounting

Introduction

La théorie de l'agence a préconisé un mode de contrôle de très fort impact, il s'agit de l'actionnariat dont la concentration et la composition peuvent influencer fortement les rapports de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants. Ces deux éléments (concentration du capital et nature des actionnaires) conditionnent les incitations des actionnaires à investir dans le contrôle de la gestion de la firme. Ils seront de ce fait davantage développés dans ce qui suit.

A travers ce présent papier nous allons aborder l'aspect de la concentration, et nous allons prolonger nos études prochaines par l'étude de l'effet de la nature de l'actionnaire sur les pratiques de gestion des résultats

Shleifer et Vishny (1986) suggèrent que la concentration du capital constitue un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les actionnaires. En effet, dans une entreprise dont le capital est très dispersé, aucun des propriétaires n'est incité à investir dans le contrôle des dirigeants, car il serait alors seul à en supporter le coût, tandis que l'ensemble des actionnaires bénéficierait de cette action.

Il est donc possible que dans les entreprises dont l'actionnariat est diffus, les dirigeants laissent libre cours à leur opportunisme dans la gestion de l'entreprise. En revanche, les actionnaires détenant une part significative du capital pourraient trouver un intérêt à assumer le contrôle des dirigeants, dans la mesure où ils pourraient ce faisant s'approprier une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés.

De plus, le nombre de voix que ces actionnaires possèdent leur permet d'influencer les votes lors des assemblées générales, ou éventuellement de convaincre les petits actionnaires d'adhérer à leurs décisions et de les soutenir en cas d'opposition avec la direction de l'entreprise.

Plusieurs travaux (DeFond et Jiambalvo, 1991¹; Dechow et al. 1996) confirment que les détenteurs de blocs de contrôle sont plus disposés à agir dans l'intérêt des actionnaires et de freiner le comportement discrétionnaire des dirigeants en matière de gestion du résultat. De ce fait, nous nous attendons à ce que les détenteurs de blocs de contrôle exercent une surveillance plus importante des publications des entreprises, aboutissant ainsi à des états financiers plus fiables.

¹ DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1991). Incidence and circumstances of accounting errors. *Accounting review*, 643-655.

Notre objectif majeur étant de mettre en œuvre un cadre d'analyse qui expliquerait au mieux le meilleur choix du mode de gouvernance et permettant de piloter le processus de la production de l'information financière. Étant intéressé par l'interaction mutuelle entre les structures actionnariales et de la qualité des états financiers, ce travail a pour objectif principal objet de voir l'influence de la structure actionnariale sur la qualité des états financiers dans le contexte marocain, plus précisément on s'intéresse à l'étude du volet concentration de l'actionnariat

Notre problématique tente de trouver des réponses qui correspondent aux questionnement synthèse suivant **existe-t-il une relation entre le degré de concentration de l'actionnariat et l'amélioration de la qualité des états financiers.**

Pour cela, nous allons commencer par l'analyse de la relation conflictuelle d'agence de premier degré (actionnaire – manager) et de seconde degré (actionnaire – actionnaire), par la suite on se focalisera sur le comportement opportuniste des actionnaire et l'analyse de la notion des bénéfices privés et ses conséquences sur les pratiques de gestion des résultats. Pour étudier dans une seconde partie la littérature empirique et dégager des hypothèses comme résultat de nos analyses

1. Le conflit d'agence traditionnel managers-actionnaires

Selon la théorie de l'agence, la concentration du capital permet de renforcer le contrôle exercé sur les dirigeants. En effet, en raison du montant de leur participation dans l'entreprise, les actionnaires majoritaires sont incités à exercer une surveillance plus stricte puisque les gains résultant de cette action leur reviendront en grande partie (Demsetz, 1983 ; Shleifer et Vishny, 1986) ; Agrawal et Mandelker, 1990 et Denis et al., 1997). Par ailleurs, les actionnaires majoritaires peuvent contrôler plus efficacement que les actionnaires minoritaires, car ils détiennent suffisamment de droits de vote pour influencer les dirigeants ou éventuellement convaincre d'autres actionnaires de les soutenir en cas d'opposition avec la direction de l'entreprise. Ils peuvent également mobiliser plus aisément des moyens plus importants pour contrôler les dirigeants. Plus particulièrement, ils jouissent d'un accès privilégié à l'information qui permet un contrôle direct du dirigeant et fait obstacle aux tentatives de manipulation de l'information (Pochet, 1998).

La théorie de l'enracinement prédit au contraire que la concentration du capital n'a pas d'influence sur le contrôle des dirigeants. En effet, les actionnaires majoritaires ont un

portefeuille moins diversifié que les actionnaires minoritaires, car ils ont choisi de posséder une part importante du capital de la société pour mieux la contrôler. Cependant, cette stratégie les expose plus que les autres actionnaires aux effets des stratégies d'enracinement des dirigeants. Ces derniers peuvent en effet, conserver leur liberté d'action en créant des rentes ou des quasi-rentes managériales, dont les actionnaires majoritaires, sont dépendants² (Alexandre et Paquerot, 2000).

Au-delà de ces arguments présentés par la théorie de l'enracinement à l'encontre de la concentration du capital en tant que mécanisme de contrôle efficace, d'autres arguments peuvent être puisés à partir du contexte même dans lequel l'entreprise opère. En effet, le modèle traditionnel de Berle et Means (1932) basé essentiellement sur la dispersion du capital semble trouver très peu d'application dans le contexte des pays n'appartenant pas au régime de la « Common Law » (essentiellement des pays non anglo-saxons).

À ce titre, La porta, Lopez-de Silanes, Shleifer et Vishny (1999) trouvent, sur un échantillon, composé des 20 plus grandes entreprises de 27 pays développés (riches)³, que, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, les sociétés cotées connaissent un actionnariat concentré dans une large majorité des cas⁴. Parmi les actionnaires importants, on trouve essentiellement des familles et des entreprises industrielles, mais peu de banques ou d'investisseurs institutionnels.

De même, Barca et Becht (2001)⁵ observent que la concentration des droits de vote est beaucoup plus forte en Europe continentale que dans les pays anglo-saxons. Plus précisément, ces auteurs trouvent que la moitié des entreprises cotées en Allemagne, Autriche, Belgique et Italie ont un actionnaire qui contrôle plus de 50 % des droits de vote.

Pour la moitié des entreprises espagnoles, hollandaises et suédoises, le pourcentage des droits de vote détenus par le premier actionnaire est respectivement 34,5 %, 43,5 % et 43,9 %. En revanche, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le premier actionnaire contrôle respectivement 9,9 % des droits de vote, 5,4 % sur le NYSE et 8,6 % sur le NASDAQ.

² Cette stratégie peut prendre de nombreuses formes : investissements spécifiques aux dirigeants, investissements peu visibles, etc.

³ Argentine, Australie, Canada, Hong-kong, Irlande, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Singapour, Espagne, Royaume-Uni, États-Unis, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Grèce, Israël, Italie, Corée du Sud, Mexique, Pays-Bas, Portugal, Suède, Suisse.

Pour leur part, Pedersen et Thomsen (1996) montrent sur un échantillon composé des 100 plus grandes entreprises de 12 pays européens que seuls 12,6 % d'entre elles possèdent un actionnariat dispersé.

L'étude réalisée par Faccio et Lang (2002) sur un échantillon de 5232 entreprises européennes⁶ cotées corrobore ces résultats. Ces auteurs rapportent que sous l'hypothèse où le contrôle se définit au seuil de 20 %, seuls 36,93 % des firmes de l'échantillon disposaient d'un capital dispersé. Lorsque le seuil de contrôle passe, de 20 % au 10 %, la proportion des firmes dont le capital est dispersé baisse à 13,72 %.

D'après ce qui précède et comme le souligne Le Maux (2003 b, p. 34), « la ligne de fracture du corporate governance n'est pas en Europe, celle qui sépare les managers des actionnaires, mais celle qui oppose les actionnaires prépondérants ou coalisés (blockholders) aux actionnaires périphériques »⁷. Dans le même ordre d'idées, De La Bruslerie (2004, p. 5) avance que « les développements théoriques récents associés au courant de la "corporate governance" soulignent qu'il s'agit du conflit d'agence le plus fondamental dans l'entreprise sociétaire, que celle-ci soit un holding de grande taille ou une PME familiale qui ouvre son capital au public ». Ceci, nous amène à reconsidérer notre analyse quant à l'impact de la concentration du capital sur la qualité de l'information comptable tout en se focalisant sur le conflit d'intérêts entre groupe de contrôle⁸ et actionnaires extérieurs. En effet, cette optique semble être la meilleure manière d'aborder notre problématique, et ce tout en tenant compte des spécificités du contexte marocain.

2. Le conflit groupe de contrôle – actionnaires extérieurs

Comme le montrent les résultats des études menées par Demsetz et Lehn (1985) ; Shleifer et Vishny (1986) et La Porta et al. (1998), la répartition du capital des sociétés américaines ne peut être comparée à celle des sociétés européennes, notamment en raison de l'existence des blocs de contrôle⁹. Concernant les sociétés françaises, Bloch et Kremp (1999) trouvent que, pour les entreprises faisant partie du CAC 40, le plus grand actionnaire détient en moyenne directement 29,4 % des droits de vote des. Par ailleurs, Bloch et Kremp (1999) montrent que

⁶ Autriche, Belgique, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni.

⁷ Des résultats similaires ont été également observés dans le contexte asiatique. À ce titre, et tout en se basant sur 9 pays de l'Asie de l'Est, Claessens et al. (2000) trouvent qu'à l'exception du Japon, et de la Corée, la proportion des firmes de l'échantillon qui disposent d'un capital dispersé est faible.

le plus grand actionnaire détient en moyenne directement 66 % (52 %) du capital dans les entreprises françaises non cotées (cotées). De même, Faccio et Lang (2002), qui retracent la structure de l'actionnariat des entreprises européennes, trouvent que la participation en capital de l'actionnaire de contrôle français est de 46,68 % et celle en droits de vote est de 48,32 %. De leur part, Barontini et Caprio (2005) considèrent des entreprises françaises de grande taille et montrent que la participation moyenne en capital et en droits de vote de l'actionnaire de contrôle ultime est respectivement de 35,9 % et de 46,5 %. Enfin, les résultats de l'étude menée par Latrous (2006) sur les sociétés du SBF 250 font apparaître que 64,7 % des firmes de l'échantillon sont contrôlées majoritairement¹⁰, 19,9 % sont contrôlées minoritairement¹¹ et seulement 15,4 % des firmes ne disposent pas d'une coalition de contrôle majoritaire au capital ou au conseil d'administration.

« L'ensemble de ces informations tendent à remettre en cause une éventuelle dispersion du capital et, par conséquent, une logique du gouvernement de l'entreprise reposant uniquement sur un conflit actionnaires-dirigeants » (Le Maux, 2005, p. 7). Dans ce contexte, le principal problème d'agence n'est pas entre les dirigeants et les actionnaires, mais plutôt est la conséquence des conflits entre deux catégories distinctes d'actionnaires c'est-à-dire :

1-les « inside-shareholders » ou « actionnaires de contrôle » : qui participent activement dans la gestion de la firme ;

2-et les « outsider-shareholders » ou actionnaires extérieurs, qui sont les actionnaires passifs, qui n'interviennent nullement dans la politique de la firme et qui ne sont rémunérés que par la distribution des dividendes (Le Maux, 2003).

De façon plus extensive, les hypothèses principales de la théorie d'agence, c'est-à-dire le manque d'information et le fait que celle-ci ait un coût, sont alors vérifiées entre le groupe de contrôle (coalition de contrôle) d'une part et les actionnaires externes d'autre part. Le groupe de contrôle est composé de deux types d'agents économiques :

- Les dirigeants : leur position stratégique dans l'entreprise leur permet de contrôler en partie l'information et de restreindre sa disponibilité pour les autres agents ;
- Les actionnaires importants : d'une part, ils sont mieux informés que les autres actionnaires. D'autre part, ils disposent d'un pouvoir d'influence plus fort au sein des assemblées générales (Le Maux, 2003).

¹⁰ Disposent d'un actionnaire majoritaire au seuil de 40 %.

¹¹ Disposent d'une coalition de contrôle majoritaire au sein du conseil d'administration sans être majoritaire au capital (au seuil de 40 %)

Le groupe de contrôle regroupe, alors, « l'ensemble des acteurs économiques disposant des caractéristiques suivantes :

- Un accès à l'ensemble des outils et mécanismes de gestion et contrôle (par exemple : audit interne, décisions stratégiques...). Cet accès est, par définition, inaccessible aux actionnaires extérieurs ;
- Une large information concernant la société contrôlée : la coalition de contrôle, qui est au centre du nœud des contrats dispose d'un meilleur accès à l'information comparativement à l'ensemble des partenaires de la firme ».

Ces caractéristiques, ainsi présentées, confèrent à ces groupes de contrôle des pouvoirs larges qui sont susceptibles de leur fournir des bénéfices privés et de les inciter à agir en fonction de leurs intérêts propres plutôt qu'en fonction de ceux de l'entreprise et ce notamment via la manipulation de l'information comptable.

Les pays où la protection juridique est faible constituent de ce fait un terrain fertile pour l'extraction de tels bénéfices et par conséquent pour le développement de tels agissements (manipulation.).

En effet, et comme le souligne De La Bruslerie (2004, p. 5), « l'enjeu économique du conflit entre actionnaires contrôlants et actionnaires extérieurs est l'extraction de bénéfices dans les pays où les systèmes légaux de protection des minoritaires ne sont pas parfaits et laissent une possibilité d'action voire de prédation pour les majoritaires ». Le Maux (2004, p. 227) conforte cette analyse en montrant sur un échantillon d'entreprises françaises qu'au lieu de surveiller les dirigeants pour le compte des actionnaires extérieurs, les principaux actionnaires utilisent les pouvoirs dont ils disposent pour extraire un niveau important de bénéfices privés, au détriment des actionnaires extérieurs ». Dans le même ordre d'idées, Ben Ali (2008) soutient qu'en présence d'un cadre institutionnel ne permettant pas de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, les actionnaires de contrôle disposent d'un pouvoir élevé sur l'entreprise notamment dans les assemblées générales et poursuivent un comportement opportuniste privilégiant les décisions qui servent leurs intérêts. En l'occurrence, les actionnaires de contrôle disposent d'un accès privilégié à l'information et peuvent en faire l'un des rouages essentiels de l'extraction de tels bénéfices et par là même de l'expropriation des actionnaires minoritaires.

Ce sera l'objet du paragraphe suivant de développer les éventuelles interdépendances entre la notion de bénéfices privés et celle de la qualité de l'information comptable sous l'hypothèse de l'opportunisme des actionnaires de contrôle.

3. Opportunisme des actionnaires de contrôle, bénéfices privés et qualité de l'information

Selon Le Maux (2003 a, p. 65), « la notion des bénéfices privés est issue des travaux de Grossman et Hart (1988) et Harris et Raviv (1988) qui montrent qu'une partie des actionnaires peut obtenir une part plus importante des cash-flows générés que celle que devrait être attribuée, sur la base de la seule participation au capital ». À partir d'une revue des principales définitions rattachées à cette expression, Le Maux (2004, p. 198), note que « l'idée fondamentale reprise par l'ensemble des auteurs¹² est qu'il s'agit d'une expropriation des actionnaires extérieurs à la coalition du contrôle du processus de redistribution de la valeur créée par la société ». Ces bénéfices privés peuvent prendre plusieurs formes qu'Ehrhardt et Nowak (2003)¹³ ont synthétisées dans le tableau suivant :

Tableau 1 : Une typologie des bénéfices privés

	Financiers	Non Financiers
Forte Transférabilité	<ul style="list-style-type: none"> • « Auto-distribution » • Rémunération excessive • Détournements de ressources • Transfert d'actifs à des prix arbitraires • Cautionnements et prêts bon marché 	<ul style="list-style-type: none"> • « Avantages non financiers » • Winning the World series • Influencer l'opinion publique • Possession de biens de luxe (équipe de sport, quotidien...) • Rémunération en nature
Faible transférabilité	<ul style="list-style-type: none"> • « Dilution » • Délits d'initiés • Acquisitions rampantes • Évincements des minoritaires • Émission d'actions à des prix dilutifs 	<ul style="list-style-type: none"> • « Réputation » • Prestige social • Tradition familiale • Promotion de relations • Relations personnelles

¹² Dans une étude précédente, Le Maux (2003a) souligne la difficulté de trouver une définition consensuelle des bénéfices privés ainsi que rappelle le fait qu'ils ne soient pas systématiquement pécuniaires.

¹³ Cité par Caby et Hirigoyen (2005, p. 85).

Plusieurs études empiriques ont permis, d'ailleurs, de mettre en évidence l'existence des bénéfices privés liés au contrôle de l'entreprise et témoignent par là même de l'incitation qu'ont les dirigeants à manipuler l'information comptable afin de s'octroyer de tels bénéfices et/ou de masquer leur existence. En ce sens, Le Maux (2003a) avance que l'un des leviers d'actions¹⁴ dont dispose le groupe de contrôle pour extraire les bénéfices privés est la gestion des résultats. Dans le même ordre d'idée, Boubaker et Labégorre (2006, p. 11)¹⁵ avancent que dans la mesure où, « Les détournements de richesse (ou "privatisations" de bénéfices) ne constituent pas des pratiques avouables, ils seraient camouflés au travers d'habiles jeux comptables ».

Les résultats de l'étude empirique menée par Leuz et al. (2003) corroborent cette analyse. En effet, tout en se basant sur un échantillon de 31 pays, ces derniers obtiennent une relation positive entre la gestion du résultat et le niveau des bénéfices privés du contrôle¹⁶ appropriés par les actionnaires de contrôle. Plus précisément, ils montrent que les bénéfices privés expliquent 93 % de la variation de la gestion des résultats. Liu et al. (2004) concluent à des résultats similaires sur un échantillon d'entreprises chinoises et montrent que les actionnaires dominants recourent à la gestion des données comptables pour protéger leurs bénéfices privés. Plus précisément, ces auteurs trouvent que les actionnaires de contrôle sont tentés de manipuler les résultats pour émettre des actions nouvelles d'une part (les fonds levés étant détournés à leur profit) ainsi que pour limiter le risque de radiation du marché financier (et ainsi protéger leurs bénéfices privés de contrôle).

Outre la production de l'information comptable, les actionnaires de contrôle dominant la politique de communication financière et vont adopter cette dernière en vue d'obtenir des gains aux dépens des actionnaires minoritaires. Ben Ali (2008, p. 88) précise à cet égard, que « de par leur position dans l'entreprise, les actionnaires de contrôle disposent d'informations spécifiques leur permettant d'avoir un avantage sur les actionnaires minoritaires lors des transactions sur le marché (achats et ventes de titres au moment opportun, meilleure évaluation du risque lors des fusions acquisitions, décision de participation à l'augmentation du capital...) ». Les actionnaires de contrôle qui ont souvent un comportement égoïste, vont

¹⁴ Le Maux (2003a) a défini quatre principaux outils d'extraction de bénéfices privés dont dispose la coalition de contrôle soit : un accès privilégié à l'information, une gestion favorable du résultat, la structure pyramidale et la diversification de l'organisation.

¹⁵ Boubaker, S., & Labégorre, F. (2006). Environnement informationnel et structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 9 (3), 5-38.

¹⁶ Les bénéfices privés sont mesurés par la prime payée sur le transfert du bloc de contrôle.

dès lors minimiser voire retarder la publication d'informations afin que les actionnaires minoritaires ne puissent intervenir voire baser leurs décisions sur des informations inadéquates (inappropriées). Dans ce contexte d'asymétrie d'informations, les actionnaires de contrôle peuvent ainsi faire des transactions tout en se basant sur l'information privée qu'ils détiennent, et ce afin d'extraire des bénéfices privés de contrôle (Attig et al : 2006).

Dans une autre veine, les actionnaires importants pourraient utiliser la stratégie de divulgation comme moyen pour l'obtention de bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires, et ce notamment via la dissimulation de toute information relative à la performance (Lakhal, 2006).

Enfin, étant donné que l'extraction des bénéfices privés est favorisée par les divergences au principe « un action, un droit de vote », nous nous attardons dans le paragraphe suivant sur la mise en place de telle structure. Laquelle favorise l'expropriation des actionnaires minoritaires notamment par le biais de la manipulation de l'information.

4. La séparation de la propriété et du contrôle

Plusieurs mécanismes¹⁷ permettent à un actionnaire de maintenir un contrôle complet sur une firme tout en détenant une faible part de son capital. En effet, l'organisation des firmes sous forme pyramidale, les structures de propriété croisée ainsi que l'émission de deux classes d'actions avec droits de vote différenciés conduisent à une séparation de la propriété et du pouvoir de vote.

Faccio et Lang (2002) examinent l'utilisation de ces dispositifs par les actionnaires de contrôle des firmes françaises. Leurs résultats montrent que seulement 2,64 % des firmes de leur échantillon émettent des actions assorties de droits de vote différenciés. Par ailleurs, Faccio et Lang (2002) trouvent que peu de firmes de l'échantillon utilisent les participations croisées. À ce titre seulement 2,87 % des firmes françaises sont dominées à travers des chaînes de contrôle multiple. Ces résultats suggèrent que l'émission des deux classes d'actions ainsi que le recours aux participations croisées ne constituent pas les mécanismes de séparation de la propriété et de pouvoir de vote les plus dominants à travers la France.

Enfin, Faccio et Lang (2002) montrent que 15,67 % des entreprises françaises sont contrôlées à travers une structure pyramidale¹⁸. Ainsi l'organisation des firmes selon des structures pyramidales apparaît le dispositif de séparation entre la propriété et le contrôle le plus utilisé à travers le pays.

Ainsi, et notamment grâce à ces structures pyramidales, plusieurs chercheurs ont pu relever un écart entre les droits de vote et les droits aux flux futurs dans le contexte français. Ainsi, selon l'étude menée par Boubaker et Labégorre (2006), sur un échantillon d'entreprises françaises observées sur la période 1999-2000, le principal actionnaire contrôle détient en moyenne 47,46 % des droits de contrôle contre seulement 35,64 % des droits aux flux en moyenne. De même, Barontini et Caprio (2005) considèrent des entreprises françaises de grande taille et montrent que la participation moyenne en capital et en droits de vote de l'actionnaire de contrôle ultime est respectivement de 35,9 % et 46,5 %. Enfin, Faccio et Lang (2002) trouvent que la participation en capital de l'actionnaire de contrôle français est de 46,68 % et celle en droits de vote est de 48,32 %.

D'un point de vue théorique, le risque d'expropriation induit par l'écart entre les droits de vote et les droits aux flux est associé à une plus forte propension au secret et à la manipulation de l'information (Fan et Wong, 2002). Selon Boubaker et Labégorre (2006), les sociétés où droits aux flux et droits de vote divergent ne s'illustrent pas par la qualité de leur communication financière bien au contraire. Ces derniers ajoutent que, ceci peut se traduire pour les analystes, par un risque d'erreur de prévision accru. La littérature antérieure met en évidence une relation positive entre les risques d'expropriation, d'une part et de manipulation et/ou de rétention de l'information publique de l'autre part. À ce titre, lorsque droits aux flux et droits de vote divergent, les résultats publiés semblent ainsi moins informatifs (Fan et Wang, 2002) voire manipulés (Leuz et al., 2003).

¹⁸ Sur les échantillons respectifs de La porta et al. (1999) et Boubaker et Labégorre (2006), les entreprises françaises contrôlées via des constructions pyramidales sont plus nombreuses (plus d'un tiers : 38 % et 33,17 % respectivement).

5. Conflits d'agence du type II et qualité de l'information comptable dans les études empiriques

En conformité avec notre analyse sur la spécificité de la structure de propriété dans les pays de l'Europe continentale, et qui rappelons-le, a trait à une forte concentration du capital entre les mains d'un actionnaire (voire une coalition de contrôle), nous allons présenter dans ce qui suit les résultats des études consacrées à l'impact de la propriété des principaux actionnaires sur la qualité de l'information produite et divulguée par l'entreprise.

Plusieurs études ont été consacrées à la relation entre la concentration du capital d'une part et la qualité de l'information comptable d'autre part.

À ce titre, tout en se basant sur un échantillon de 1618 firmes américaines pour la période allant de 1988 à 1990, Warfield et al. (1995) ont abouti à des conclusions selon lesquelles le contenu informationnel des bénéfices comptables croît avec le pourcentage du capital détenu par les administrateurs, les dirigeants et les principaux propriétaires. En accord avec ces résultats, Ebrahim (2007) trouve une association négative entre la concentration du capital et la gestion des données comptables dans le contexte américain. En affinant davantage le cadre d'analyse, Zhong et al. (2007) ne confirment, toutefois, pas ces résultats. Plus précisément, ces auteurs considèrent le pourcentage de capital détenu par les actionnaires importants autres qu'administrateurs et dirigeants et distinguent deux échantillons d'entreprises selon que la variation du résultat par rapport à l'année précédente soit positive ou non. Ainsi, ils observent une association positive et significative entre le pourcentage de capital détenu par les blocs de contrôle externe et la valeur des accruals discrétionnaires pour les firmes qui présentent de faibles performances. Aucun lien significatif n'a par contre été décelé pour les entreprises qui ont des résultats avant toute gestion (résultats non gérés) qui soient égaux, voire supérieurs aux résultats de l'année précédente. Ils en déduisent que les dirigeants seront amenés à gérer leurs résultats à la hausse afin de dissimuler une baisse de performance.

En Grande-Bretagne, les résultats de l'étude menée par Donnelly et Lynch (2002) attestent une relation négative entre la pertinence des bénéfices comptables d'une part et la dilution du capital d'autre part. Dans un contexte institutionnel différent, celui du Chili, Iturriaga-Lopez et Saona (2005) trouvent une relation négative et significative entre le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire et la valeur des accruals discrétionnaires. Pour affiner les résultats ainsi obtenus, Jara-Bertin et Iturriaga — Lopez (2007) testent, dans une étude plus récente, la possible non-linéarité de la relation entre la concentration du capital et la valeur

absolue des accruals discrétionnaires. Leurs résultats montrent que jusqu'au seuil de 25 % de détention, il y a convergence entre les intérêts des actionnaires majoritaires et ceux des actionnaires minoritaires. Toutefois au-delà de ce seuil, c'est la thèse de la divergence d'intérêt (voire de l'expropriation) qui prime. Ces auteurs expliquent ce résultat par la spécificité des contextes non anglo-saxons.

L'hypothèse d'expropriation ainsi mise en évidence par Jara-Bertin et Iturriaga — Lopez (2007) a été confirmée par un bon nombre d'études menées dans autre contexte, caractérisé par une forte concentration du capital, celui de l'Asie. Les résultats de l'étude menée par Fan et Wong (2002) auprès d'un échantillon de 977 sociétés appartenant à sept économies de l'Est asiatique¹⁹ ont permis, à ce titre, d'établir une relation significativement négative entre la pertinence du résultat²⁰ et le niveau des droits de vote de l'actionnaire principal, et ce au seuil de 5 %. Par ailleurs, les résultats de cette étude indiquent qu'une forte séparation de la propriété et du contrôle réduit le contenu informationnel du résultat. Les résultats de l'étude menée par Limpaphayom et Manmettakul (2004) en Thaïlande soutiennent également l'impact négatif de la concentration du capital sur la pertinence des bénéfices comptables. En outre, selon cette étude, l'ampleur des accruals discrétionnaires est liée positivement au pourcentage du capital détenu par les administrateurs, les dirigeants et les principaux propriétaires. De leur part, Firth et al. (2007) rapportent des résultats similaires sur un échantillon de 5189 entreprises-années chinoises pour la période allant de 1998-2003. Leurs résultats indiquent un effet négatif de la concentration du capital sur le contenu informatif des bénéfices (mesuré par le coefficient de réponse, ERC) et un effet positif sur la gestion des données comptables. Ces derniers en déduisent que les actionnaires de contrôle manipulent l'information comptable en fonction de leur propre intérêt et corroborent ainsi la thèse de l'expropriation. Plus récemment, et tout en se basant sur un échantillon d'entreprises coréennes pour la période allant de 2004-2005, Kim et Yoon (2008) trouvent que la concentration du capital entre les mains d'une coalition de contrôle est associée à un niveau plus élevé d'accruals discrétionnaires.

Enfin et en opposition avec les résultats précédents, deux études n'ont pas permis de vérifier l'impact négatif de la concentration du capital sur la qualité de l'information comptable dans le contexte asiatique. À ce titre, Yeo et al. (2002) observent, à partir d'un échantillon

²⁰ La pertinence du résultat comptable étant mesurée par l'association entre les rentabilités boursières d'une part et le résultat comptable d'autre part.

d'entreprises cotées à la bourse de Singapour, que le contenu informatif du résultat comptable croît avec la propriété des blocs de contrôle externe. Ces auteurs montrent par ailleurs que la concentration du capital tend à limiter la gestion haussière du résultat comptable. Rahman et Ali (2006), quant à eux, ne trouvent aucun lien significatif entre le pourcentage de capital détenu par les actionnaires importants et la valeur absolue des accruals discrétionnaires des entreprises cotées à la bourse de Malaisie.

En Europe, les études sont à l'heure peu nombreuses et moins consensuelles. Gabrielsen et al. (2002) ont abouti, sur un échantillon d'entreprises danoises, à une relation négative et significative entre le niveau de propriété (le pourcentage du capital détenu par les administrateurs, les dirigeants et les principaux propriétaires) d'une part et la pertinence des bénéfices comptables d'autre part²¹. En revanche, Piot et Janin (2004) et plus récemment Benkraiem (2007) trouvent que la concentration du capital n'affecte pas la composante discrétionnaire du résultat des entreprises françaises. Enfin, aucun lien significatif n'a pu être détecté par Davidson et al. (2005) et plus récemment par Setia-Atmaja et al. (2008) entre la valeur absolue des accruals et le pourcentage de capital détenu par les actionnaires importants (qui détiennent au moins 5 % des droits de vote) en Australie.

Les résultats de ces études tendent à confirmer que la structure de l'actionnariat ait une influence sur la qualité de l'information comptable. Il semble, néanmoins, que le contexte dans lequel les études ont été menées conditionne le sens d'un tel impact (notamment l'appartenance à un pays du droit civil ou à un pays de droit jurisprudentiel).

CONCLUSION

La contradiction de ces résultats nous invite à réfléchir comme le souligne Ben Slama et al. (2007, p. 4), quant « à l'effet que peuvent avoir les particularités légales, économiques et institutionnelles du pays sur la nature de cette relation ». D'où, et compte tenu de la concentration du capital entre les mains d'une coalition de contrôle dans le contexte français, ainsi qu'à la lumière de la quasi-absence d'études sur l'impact du conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires dans lequel contexte, il nous paraît intéressant de tester l'impact de la concentration du capital sur la qualité de l'information produite par l'entreprise. Plus précisément, et compte tenu des arguments théoriques ci-dessus développés, Nous allons postuler une qualité moindre de l'information comptable en présence d'une coalition de contrôle. Rappelons à ce titre que selon la thèse de l'expropriation, les actionnaires majoritaires peuvent être tentés d'utiliser les pouvoirs larges dont ils disposent pour en extraire des bénéfices privés. À ce titre, ils peuvent notamment manipuler l'information comptable. Dans ce contexte, il nous a paru opportun de tester les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : *l'augmentation de la part du principal du principal actionnaire, entraînerait la diminution de la gestion des résultats*

Hypothèse 2 : *L'augmentation de la part des actions détenues par les trois principaux actionnaires, serait associée négativement à la gestion des résultats*

Cependant Sur le plan pratique, les résultats de cette recherche peuvent présenter un intérêt pour les dirigeants des entreprises marocaines cotées. Ils peuvent, par exemple, saisir l'opportunité de transmettre au marché des informations additionnelles pour manifester leur volonté de transparence, un gage de non-gestion de résultat.

De même, les rédacteurs de codes de bonne gouvernance pourraient s'appuyer sur les résultats de cette recherche pour relativiser leur position en défaveur d'une telle présence d'un actionnaire.

Néanmoins la concentration ne peut en aucun seul justifier le comportement opportuniste des dirigeants et les pratiques de manipulation frauduleuses en l'absence d'une vérification

« empiriques de nos hypothèses ,on essaierais dans nos prochaines articles d’explorer la littératures financière pour dégager des autres variables qui peuvent influencer la qualité des états financier à travers les pratiques de gestion de résultats tel que la typologie des actionnaires , la qualité de l’audit , l’âge et la taille de l’entreprise etc

BIBLIOGRAPHIE :

- Breton, G., & Schatt, A. (2003). « Manipulation comptable : les dirigeants et les autres parties prenantes ». *La revue du financier*, 139, 18-25.
- De La Bruslerie, H. (2004). « Actionnaires contrôlants, bénéfiques privés et endettement ». *Document de travail, Université Paris, 1*.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). « Detecting earnings management ». *Accounting review*, 193–225.
- DeFond, M. L. (2010). «Earnings quality research: Advances, challenges and future research». *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2–3), 402–409.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1991). «Incidence and circumstances of accounting errors». *Accounting review*, 643-655.
- GILLET, P. (1998). « Comptabilité créative : le résultat comptable n’est plus ce qu’il était ». *Revue française de gestion* (121), 83-94.
- Ginglinger, E. (2002). « L’actionnaire comme contrôleur ». *Revue française de gestion* (5), 37-55.
- Guidry, F., Leone, A. J., & Rock, S. (1999). « Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers ». *Journal of accounting and economics*, 26 (1–3), 113–142.
- Hoarau, C. (2007). « Gestion de l’information comptable par les dirigeants : les principes sont-ils plus dissuasifs que les règles ?» (No. Halshs-00279653).
- Jones, J. J. (1991). «Earnings management during import relief investigations». *Journal of accounting research*, 29 (2), 193–228.
- Julien, L. E. (2003). « Les bénéfiques privés : une rupture de l’égalité entre actionnaires ». *Revue Finance, Contrôle, Stratégie : FCS*, 6 (1), 63.
- Le Maux, J. (2003). « *La protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées en France*» (Doctoral dissertation, Paris 1).

- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). « Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation ». *The journal of Finance*, 32 (2), 371–387.
- Levasseur, M. (1982). « Comptabilité et information des actionnaires ». CEREG.
- Makar, S. D., & Alam, P. (1998). «Earnings management and antitrust investigations: political costs over business cycles». *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (5-6), 701–720.