

PIERRE CHAVY*Université Paris I-Panthéon-Sorbonne,
Lab. PRISM-Sorbonne*

La planification fiscale est-elle encouragée par les actionnaires ?

Le présent article s'attache à explorer la problématique de la relation que les actionnaires et, plus généralement, les investisseurs entretiennent avec la planification fiscale des entreprises, qui est encore, à bien des égards, ignorée par la littérature française en sciences de gestion. Selon une idée souvent avancée – y compris par certains travaux théoriques –, la planification fiscale des firmes serait systématiquement valorisée par les actionnaires. Pour autant, un examen de la littérature empirique montre que la perception de la planification fiscale par les partenaires financiers de l'entreprise est plus complexe qu'il n'y paraît.

Lors d'une interview diffusée par la station de radio britannique BBC le 27 mai 2013, le directeur général de Google, Eric Schmidt, affirmait que le recours à la planification fiscale relève de la « responsabilité fiduciaire » de la société américaine à l'égard de ses actionnaires, dès lors que les moyens utilisés afin de réduire la charge fiscale demeurent inscrits dans le cadre de la légalité. À n'en pas douter, de telles déclarations viennent conforter l'idée, largement admise, selon laquelle les actionnaires valorisent, voire encouragent la planification fiscale. De prime abord, cette assertion ne saurait surprendre. En effet, les conséquences financières d'une réduction de la fiscalité sont souvent comparables à celles résultant d'un surcroît substantiel d'activité. À titre d'exemple, une publication de [Citigroup Global Market \(2006\)](#) a estimé que la réduction de 9 points – de 34 % à 25 % – du taux légal d'impôt sur les sociétés en Autriche intervenue en 2005 avait été équivalente, pour les entreprises étudiées, à une hausse de 8,7 % des ventes. De même, une étude menée par [PricewaterhouseCoopers \(2004\)](#) a évalué l'impact d'une réduction de la charge fiscale pour trois firmes – une société de distribution britannique et deux entreprises, l'une américaine et l'autre européenne, produisant des biens de consommation – et fait apparaître qu'une diminution d'un point du taux d'imposition équivalait, en termes de création de valeur, à une augmentation des ventes de 12 à 15 %.

Au-delà de ses effets sur les performances réelles de l'entreprise, la planification fiscale

peut également avoir des incidences sur ses performances affichées. Lorsqu'elle porte sur des prélèvements obligatoires relevant, au sein du compte de résultat, des charges d'exploitation et non pas de la charge d'impôt – à l'instar, en France, des droits d'enregistrement, des impositions locales, ou encore des taxes indirectes –, la planification fiscale peut avoir un impact favorable sur l'excédent brut d'exploitation (EBE), ou encore sur un indicateur proche, l'*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) – concept anglo-saxon qui tend à acquérir une importance déterminante dans la communication financière des sociétés cotées –, qui ont pour finalité de traduire la performance opérationnelle de l'entreprise. Par suite, en modifiant l'EBE et l'EBITDA, la planification fiscale est en mesure d'accroître le résultat opérationnel, mais aussi la performance perçue par les investisseurs.

Malgré cela, de nombreuses études anglo-saxonnes tendent à montrer que la perception de la planification fiscale par les partenaires financiers de la firme est plus complexe qu'il n'y paraît ; c'est également ce que laissent penser les publications de certains de ces partenaires, à l'instar de celle éditée par la société d'investissement britannique [Henderson Global Investors \(2005\)](#)¹, qui font apparaître une relative méfiance à l'égard des pratiques d'optimisation en raison des risques nombreux qui les accompagnent. Aussi le présent article s'attache-t-il à explorer, sur la base d'une revue de la littérature empirique, la relation que les actionnaires et, plus largement, les

1. Dans la publication mentionnée, Henderson Global Investors (2005, p. 4) estime que les « arrangements qui minimisent le montant d'impôt payé à court terme peuvent être dommageables à plus long terme s'ils portent préjudice aux relations entre la société et les autorités fiscales et que des coûts additionnels sont engagés dans la résolution d'un différend complexe, ou encore si la réputation de l'entreprise est atteinte ».

investisseurs entretiennent avec la planification fiscale des entreprises, afin de déterminer si elle est effectivement valorisée par ces derniers – ainsi, nous souhaitons contribuer à introduire dans la littérature française en sciences de gestion une problématique qui demeure, à bien des égards, encore ignorée à ce jour.

Dans les développements qui suivent, nous faisons apparaître que le recours à la planification fiscale peut être appréhendé comme une menace par les actionnaires dans la mesure où il peut dissimuler des comportements opportunistes de la part des managers (1) et qu'un revenu imposable peu élevé est susceptible d'être perçu par les investisseurs comme un révélateur des faibles performances de la firme (2). Dans ces conditions, des études établissent que la planification fiscale n'est valorisée par les actionnaires que lorsque certaines conditions sont réunies (3).

I – LA PLANIFICATION FISCALE, UNE MENACE POUR LES ACTIONNAIRES ?

L'inscription de l'analyse des choix fiscaux des entreprises dans le cadre de la théorie de l'agence a constitué une rupture dans l'appréhension de la planification fiscale par la littérature, ouvrant la voie au développement de travaux qui ont montré que la planification fiscale pouvait masquer des comportements opportunistes des managers voire, dans certains cas, des actionnaires dominants.

1. Planification fiscale et théorie de l'agence

[Slemrod \(2004\)](#) a été parmi les premiers à mettre en évidence la nécessité

d'appréhender les choix fiscaux des entreprises à l'aune de la théorie de l'agence. En effet, à la différence des décisions prises par les individus, celles des entreprises s'inscrivent dans un contexte d'interactions complexes entre le management – l'agent – et les actionnaires – le principal – dont les intérêts peuvent diverger ; de telles divergences peuvent, par ailleurs, apparaître au sein même de l'actionnariat entre les actionnaires qui participent à la gestion de la firme – généralement majoritaires – et ceux n'ayant qu'une influence limitée et qui, surtout, ne disposent que d'une information parcellaire sur les voies et moyens retenus afin de réduire la charge fiscale.

Les premiers travaux réalisés dans ce cadre ont lié problème du principal-agent et fraude fiscale (e.g. [Chen et Chu, 2005](#) ; [Crocker et Slemrod, 2004](#)). Bien que la fraude fiscale et la planification fiscale – qui est, en principe, légale – ne répondent, par définition, pas à la même logique, ces travaux n'en présentent pas moins un grand intérêt. En effet, ils ont en commun de partir du postulat selon lequel les actionnaires désirent nécessairement inciter les managers à diminuer le niveau d'imposition de la firme, considérant qu'il est dans leur intérêt que la charge fiscale effective de l'entreprise soit réduite ([Crocker et Slemrod, 2004](#)). Ainsi s'inscrivent-ils dans la continuité de la littérature classique relative à la théorie de l'agence (e.g. [Holmström, 1979](#)) en vertu de laquelle le contrat optimal permet d'obtenir de l'agent un « effort » dans une situation d'asymétrie d'information.

Dès lors, les modèles développés analysent la nature du contrat permettant à l'actionnaire d'inciter efficacement un manager averse au risque ([Chen et Chu, 2005](#)) ou neutre au risque ([Crocker et Slemrod, 2004](#))

– le risque correspondant ici au risque de détection et de sanction de la fraude – à recourir à la fraude fiscale afin d'accroître le revenu après impôt de l'entreprise, alors même qu'existe une asymétrie d'information en faveur du manager, celui-ci étant supposé maîtriser les informations relatives à ce qu'il est légalement possible de faire pour réduire le revenu déclaré – ce qui lui permet de faire accroire aux actionnaires, le cas échéant, qu'il fraude alors que tel n'est pas le cas en réalité. Enfin, [Crocker et Slemrod \(2004\)](#) retiennent pour hypothèse que les actionnaires ne peuvent recourir à une clause explicite du contrat du manager le contraignant à frauder dès lors que celle-ci ne pourrait être appliquée par une juridiction étant donné son caractère illégal ; ceci peut donc nous laisser supposer que, lorsqu'il est question de planification fiscale légale, la structure incitative tendant à ce que le manager réduise la charge fiscale de l'entreprise est plus aisée à établir.

Ces travaux – essentiellement théoriques – perçoivent donc le problème du principal-agent comme résidant dans une insuffisante appétence du manager à fournir un « effort » afin de réduire la charge fiscale – qu'il s'agisse de fraude fiscale, comme dans les exemples qui viennent d'être mentionnés, ou plus simplement de planification fiscale ; le contrat optimal aurait, par suite, vocation à contrebalancer une tendance synonyme de moindres gains pour les actionnaires. Toutefois, certaines études empiriques, s'inscrivant également dans le cadre de la théorie de l'agence, laissent penser que les actionnaires ne chercheraient pas à inciter les managers à recourir à la planification fiscale mais, à l'inverse, à les en dissuader – venant

remettre en cause l'idée communément admise selon laquelle l'actionnariat serait le principal protagoniste de la planification fiscale.

2. La planification fiscale comme masque de comportements opportunistes

Les études précitées associent, en effet, planification fiscale et détournement de profits par les managers et même, parfois, par les actionnaires dominants. À titre d'illustration, considérant le cas du groupe Tyco, dont le directeur général et le directeur financier, Denis Kozlowski et Mark Swartz, ont été condamnés en 2005 pour fraude, falsification de documents et vol qualifié notamment, [Desai \(2005\)](#) suggère que la complexité des activités de planification fiscale crée une « obscurité » qui donne latitude au management d'engager des transactions à son profit.

Évidemment, il ne saurait être question de déduire de ce seul exemple un lien permanent et général entre planification fiscale et détournement de bénéfices ; aussi faut-il se référer au travail de [Desai et Dharmapala \(2006\)](#) qui se sont attachés à démontrer l'existence d'une telle relation. À cet effet, ces derniers ont établi une corrélation négative entre une rémunération incitative des managers – supposée aligner les intérêts du management sur ceux des actionnaires – et le niveau de la planification fiscale. Leur étude fait apparaître qu'une hausse de la part de la rémunération à base d'actions – en particulier par l'attribution de stock-options et d'actions – dans la rémunération totale des managers conduit à une diminution de l'écart « résiduel » entre le résultat

comptable et le revenu imposable², utilisé comme mesure de la planification fiscale. Selon les auteurs, cette relation révèle l'interdépendance qui unit planification fiscale et détournement de bénéfices ; puisque l'établissement d'une structure incitative visant à aligner les intérêts des actionnaires et des managers conduit à une réduction de la planification fiscale, c'est bien que celle-ci constitue souvent le soubassement de comportements opportunistes du management. Cependant, Desai et Dharmapala soulignent que la corrélation mise en évidence par leur travail ne se vérifie que dans les cas où la gouvernance de l'entreprise est faible – c'est-à-dire lorsque l'actionnariat n'est pas en mesure d'exercer un contrôle efficace sur les managers.

Dès lors que la planification fiscale est susceptible d'être utilisée à des fins potentiellement défavorables aux actionnaires, ces derniers n'ont pas intérêt à l'encourager mais plutôt à s'en protéger. À cet égard, une étude menée par [Chen et al. \(2010\)](#) sur la planification fiscale dans les entreprises familiales – soit celles dans lesquelles des membres de la famille fondatrice continuent d'occuper des postes clefs de direction, sont présents au conseil d'administration ou sont actionnaires dominants – avance des

conclusions d'un intérêt tout particulier. À partir de 3 865 observations entreprises-années portant sur 1 003 firmes entrant dans la composition de l'indice boursier américain S&P 1 500 au cours de la période 1996-2000, les auteurs ont pu montrer que les entreprises familiales présentaient une moindre propension à recourir à la planification fiscale – appréhendée à l'aune du taux effectif d'imposition et de l'écart entre le résultat comptable et le revenu imposable – que les autres firmes.

Parce que les actionnaires familiaux sont, le cas échéant, les premiers bénéficiaires de la planification fiscale et des comportements opportunistes qui peuvent l'accompagner, ceux-ci feraient l'objet d'une suspicion de la part des actionnaires minoritaires – extérieurs à la famille. Aussi ces derniers seraient-ils amenés à se « protéger » de ces comportements opportunistes, ce qui se traduirait par une décote pratiquée sur le prix des actions de l'entreprise. Afin d'éviter – ou, du moins, de limiter – une baisse du prix des actions coûteuse pour eux, les actionnaires familiaux seraient donc incités à envoyer un signal de bonne gestion aux investisseurs en renonçant à la planification fiscale³. [Chen et al. \(2010\)](#) montrent également que les entreprises familiales désireuses d'obtenir des financements

2. La mesure de la planification fiscale à travers l'écart entre le résultat comptable et le revenu imposable a été initialement proposée par [Manzon et Plesko \(2001\)](#), puis développée par [Desai et Dharmapala \(2006\)](#), qui se sont attachés à soustraire de l'écart constaté les *accruals* – soit la différence entre le *cash-flow* d'exploitation et le résultat comptable ([Casta, 2009](#)) – afin d'écarter les incidences de la politique comptable menée par les dirigeants sur les variables calculées (provisions, amortissements, opérations de régularisation, charges à répartir) et, ainsi, isoler l'écart strictement imputable à la planification fiscale – ce qui explique l'usage du qualificatif « résiduel ». Toutefois, comme nous le verrons par la suite, une telle mesure ne saurait s'appliquer aux entreprises résidant dans des pays qui, comme la France, ont établi une connexion entre comptabilité et fiscalité.

3. Il faut préciser que les actionnaires familiaux sont également dissuadés de recourir à la planification fiscale, d'une part, par le fait qu'ils supportent une part substantielle des sanctions appliquées, le cas échéant, par l'administration fiscale dès lors qu'ils détiennent des participations plus importantes et, d'autre part, par le fait qu'ils sont plus sensibles au risque d'atteinte à la réputation de l'entreprise qui est indissolublement liée à la réputation de la famille. [Casson \(1999\)](#) insiste sur l'idée que les héritiers d'une entreprise familiale ont pour devoir d'assurer la pérennité de cette dernière afin d'assurer la transmission de ce qui est perçu comme l'« accomplissement » du fondateur.

extérieurs affichent une « agressivité fiscale » plus faible encore. Ces différents éléments semblent indiquer que la planification fiscale est perçue négativement par les actionnaires, voire par l'ensemble des partenaires financiers de l'entreprise.

Par suite, la planification fiscale ne serait pas nécessairement « valorisée » par les actionnaires. *Desai et al. (2007)* ont même relevé qu'à un taux d'imposition donné, une plus grande rigueur dans l'application des dispositions fiscales par les autorités pouvait aboutir à un accroissement de la valeur boursière d'une entreprise. Cette conclusion est tirée de l'expérience russe ; ainsi que le soulignent les auteurs, l'accession au pouvoir de Vladimir Poutine en 2000 s'est accompagnée de la mise en œuvre d'un plan de lutte contre l'évasion fiscale, suivie d'une hausse de la valeur des actions des firmes visées par un contrôle de l'administration – à l'instar de la société pétrolière Sibneft, connue aujourd'hui sous le nom de Gazprom Neft. Ce phénomène contre-intuitif est attribué au fait que la pénalisation des pratiques fiscales de ces entreprises a permis de mettre fin à des détournements de bénéfices exécutés par les actionnaires majoritaires au détriment des actionnaires minoritaires. En effet, les montages utilisés dans le cadre de la planification fiscale permettaient aussi, généralement, de soustraire des revenus. Par exemple, s'agissant des firmes pétrolières, un système couramment utilisé consistait à vendre du pétrole en deçà du prix du marché à des sociétés de négoce localisées à l'étranger ; de cette manière, étaient tout à la fois minorés le revenu imposable en Russie et le bénéfice versé aux actionnaires minoritaires.

L'administration fiscale et les actionnaires minoritaires formaient donc, *de facto*, une

communauté d'intérêts : les contrôles fiscaux réalisés ont permis d'accroître concomitamment le revenu imposable et les dividendes distribués, expliquant qu'en dépit de l'élévation du taux effectif d'imposition, la valeur boursière des sociétés concernées ait pu augmenter. Néanmoins, cette fois encore, l'association entre planification fiscale et comportements opportunistes – et donc la défiance des partenaires financiers qui peut en découler – n'est constatée que dans des entreprises dans lesquelles la gouvernance est faible, c'est-à-dire lorsque l'actionnariat n'est pas en mesure de s'assurer la pleine appropriation de l'économie fiscale réalisée et de se protéger contre l'émergence de comportements opportunistes.

II – UN REVENU IMPOSABLE PEU ÉLEVÉ SYNONYME DE FAIBLES PERFORMANCES ?

La planification fiscale a souvent pour finalité – et pour effet – de diminuer le revenu imposable de l'entreprise. Aussi, dans les pays où il existe une « déconnexion » entre comptabilité et fiscalité, comme les États-Unis, la planification peut conduire à l'apparition d'un écart important entre revenu imposable et résultat comptable, susceptible d'être perçu par les partenaires financiers de l'entreprise comme signalant de faibles performances.

1. La question du lien entre comptabilité et fiscalité

À l'inverse de la France, où prévaut une connexion entre comptabilité et fiscalité, certains États ont fait le choix de distinguer les règles de détermination du revenu

imposable et du résultat comptable. Les États-Unis sont, sans doute, le pays où cette logique est la plus poussée – la comptabilité étant née du droit boursier, elle est demeurée éloignée du droit fiscal. Une telle « déconnexion » paraît dorénavant gravée dans le système juridique américain, la Cour suprême l'ayant confirmée dans une décision *Thor Power Tool v. Commissioner* de 1979, en se fondant sur les différences de finalité des règles fiscales et comptables. Selon la juridiction, les règles comptables visent à « protéger » le management, les actionnaires, les créanciers et les autres parties intéressées en leur apportant une information financière utile, ce qui justifie une évaluation prudente des bénéfices de la firme ; les normes fiscales, quant à elles, ont pour objectif de permettre un recouvrement équitable des recettes fiscales, incompatible avec une éventuelle « sous-estimation » des revenus. Dans ces conditions, règles fiscales et comptables ne sauraient être confondues. Dès lors, le revenu imposable peut s'écarter sensiblement du résultat comptable – d'autant que les normes qui président à leur établissement présentent d'importantes divergences.

Initialement critiquée par les managers et les comptables du fait des coûts de gestion dont elle était à l'origine, la « déconnexion » entre comptabilité et fiscalité paraît aujourd'hui acceptée, voire défendue par ces derniers ; aussi [Desai \(2005\)](#) juge-t-il qu'eu égard au coût résultant d'une telle « déconnexion » pour l'entreprise, cette évolution révèle que les managers en sont vraisemblablement venus à apprécier l'opportunité qui leur est laissée de présenter leurs bénéfices de deux manières différentes aux marchés de capitaux et aux autorités fiscales.

Par suite, il y a lieu de s'interroger sur les renseignements que peut apporter l'écart entre revenu imposable et résultat comptable – l'existence de deux données distinctes pouvant enrichir l'analyse des partenaires financiers de la firme quant aux performances de cette dernière.

2. La perception de l'écart entre revenu imposable et résultat comptable

Différents auteurs se sont attachés à analyser l'écart pouvant exister entre le revenu imposable et le résultat comptable des entreprises (e.g. [Hanlon, 2005](#) ; [Lev et Nissim, 2004](#)) et ont suggéré que ce dernier était susceptible de constituer une information déterminante pour apprécier la qualité du résultat comptable. Ces recherches trouvent leur origine dans la dissociation grandissante entre le résultat comptable et le revenu imposable constatée parmi les firmes américaines à partir des années 1990 ([Desai, 2002](#)), mais également durant les récents scandales financiers survenus aux États-Unis. À titre d'exemple, comme l'a montré le rapport du [Joint Committee on Taxation du Congrès américain \(2003\)](#) portant sur l'affaire Enron, la société précitée a déclaré, entre 1996 et 1999, un résultat comptable net de 2 285 millions de dollars alors qu'elle affichait un revenu imposable négatif sur la même période de 3 025 millions de dollars.

Dans ces conditions, certaines publications portant sur l'analyse financière ont associé l'écart entre revenu imposable et résultat comptable à une faible fiabilité de l'information comptable ; ainsi [Revsine et al. \(1999\)](#) estiment-ils qu'un dépassement croissant du revenu imposable par le résultat comptable représente un « signal

d'alarme » qui doit être étudié, car il peut indiquer une détérioration de la qualité des résultats. De la même manière, [Seida \(2003\)](#) a suggéré, lors de son audition par le Congrès américain, que la divulgation du revenu imposable des entreprises permettrait notamment aux investisseurs d'identifier l'utilisation de méthodes « agressives » permettant d'accroître le résultat comptable⁴.

L'hypothèse centrale qui sous-tend de telles analyses réside dans l'idée que les marges de manœuvre seraient moindres s'agissant de la détermination du revenu imposable ([Hanlon, 2005](#)), ce dernier offrant par conséquent une référence pour détecter une éventuelle surévaluation du résultat comptable. En particulier, le revenu imposable exclut généralement les ajustements discrétionnaires aux comptes de régularisation susceptibles d'être utilisés pour manipuler le résultat comptable ([Lev et Nissim, 2004](#)) ; à ce titre, [McNichols et Wilson \(1988\)](#) ont montré que les provisions pour créances douteuses pouvaient être mobilisées pour lisser les résultats comptables.

Dès lors, le revenu imposable peut s'avérer être une référence utile lorsqu'il s'agit pour les investisseurs d'anticiper les performances futures de l'entreprise. Dans le cadre méthodologique proposé par [Jonas et Blanchet \(2000\)](#) pour apprécier la qualité comptable d'une société, la persistance des revenus figure parmi les indicateurs retenus afin d'évaluer les bénéfices prévisionnels ; aussi, au regard

des développements qui précèdent, l'écart éventuel constaté entre le revenu imposable et le résultat comptable peut apporter une information essentielle quant à la persistance des bénéfices de l'entreprise et donc contribuer à l'appréciation de la valeur de cette dernière par les investisseurs.

Les travaux réalisés par [Lev et Nissim \(2004\)](#), à partir de données relatives aux entreprises américaines portant sur la période 1973-2000, ont établi une corrélation entre, d'une part, l'écart entre le revenu imposable et le résultat comptable constaté une année donnée et, d'autre part, l'évolution des bénéfices des entreprises au cours des cinq années suivantes. Par suite, l'écart observé permettrait de prédire l'évolution des bénéfices d'une entreprise sur près de cinq ans, étant entendu qu'un écart important s'accompagnerait d'une dégradation à venir des bénéfices. Les résultats d'une étude menée par [Hanlon \(2005\)](#) viennent corroborer cette thèse, montrant que la persistance des bénéfices serait moindre s'agissant des firmes affichant un écart entre le revenu imposable et le résultat comptable important, en comparaison avec celles pour lesquelles cet écart est plus faible.

En toute logique, les entreprises présentant un écart élevé entre revenu imposable et résultat comptable devraient donc être moins valorisées par les investisseurs dans la mesure où celui-ci serait associé à de plus faibles performances futures. Ce point a également été examiné par [Lev et Nissim](#)

4. À titre liminaire, il est intéressant de noter qu'une étude menée par [Erickson et al. \(2004\)](#) a permis de révéler que les entreprises augmentant artificiellement leur résultat comptable avaient tendance à intégrer les bénéfices surestimés à leur revenu imposable, et ce afin de limiter le risque de détection de leurs pratiques frauduleuses. Ainsi, en examinant un échantillon de 27 firmes accusées par la SEC américaine de surestimation frauduleuse du résultat, les auteurs ont montré qu'en moyenne, chaque dollar de bénéfice surestimé donnait lieu au paiement de 0,11 dollar d'impôt.

(2004) qui ont mis en évidence une corrélation négative entre le *Price Earning Ratio* (PER) des sociétés considérées et l'écart entre le revenu imposable et le résultat comptable. Toutefois, selon ces auteurs, ce résultat vaut pour la période 1993-2000 mais non pour celle comprise entre 1973 et 1992 ; ils en déduisent que durant les années 1990, les investisseurs ont acquis une expertise grandissante dans l'utilisation des informations contenues dans le revenu imposable ou les informations corrélées pour la valorisation des titres financiers.

Dans la mesure où elle est susceptible de contribuer au creusement de l'écart entre revenu fiscal et résultat comptable, la planification fiscale pourrait donc être à l'origine de l'envoi d'un signal indiquant les faibles performances présentes et à venir de l'entreprise concernée qui induirait, par conséquent, une moindre valorisation par les investisseurs et, en particulier, par les actionnaires. Cela supposerait, toutefois, que ces derniers ne différencient pas les cas où la relative faiblesse du revenu imposable résulte de la planification fiscale de ceux où elle ne fait que révéler une situation financière moins favorable que ce que laissent apparaître les informations comptables disponibles. C'est d'ailleurs une limite qui est clairement identifiée par Hanlon (2005), notamment, car, comme nous allons le voir, le recours à la planification fiscale est, dans certaines conditions, valorisé par les actionnaires.

En tout état de cause, les éléments qui viennent d'être évoqués suscitent, nous semble-t-il, une interrogation essentielle en ce qui concerne le lien entre la comptabilité et la fiscalité. Dès lors qu'elle

impose, le cas échéant, aux managers d'arbitrer entre une surestimation du résultat comptable, à des fins de communication financière, et une sous-estimation du revenu imposable, de manière à réduire la charge fiscale, la connexion entre comptabilité et fiscalité, qui prévaut en France, ne constitue-t-elle pas un moyen de limiter les pratiques frauduleuses dans les matières comptables et fiscales ? Néanmoins, un tel raisonnement trouve rapidement sa limite en présence de groupes multinationaux ayant la possibilité de consolider leurs résultats dans des pays où une telle connexion n'existe pas.

III – UNE VALORISATION SOUS CONDITIONS DE LA PLANIFICATION FISCALE

Si la planification fiscale peut dissimuler des comportements opportunistes des managers, voire dégrader la performance affichée par l'entreprise, il n'en demeure pas moins que celle-ci semble, malgré tout, être valorisée par les actionnaires dès lors que certaines conditions sont réunies. C'est ce qu'ont montré Desai et Dharmapala (2009) qui ont, parmi les premiers, cherché à établir un lien entre planification fiscale et valeur boursière de la firme à partir d'un large échantillon d'entreprises. Sur la base de 4 492 observations entreprises-années portant sur 862 firmes au cours de la période 1993-2001, ces derniers ont observé une corrélation positive entre, d'une part, l'écart « résiduel » entre le résultat comptable et le revenu imposable – l'indicateur développé par Desai et Dharmapala (2006) pour mesurer le niveau de la planification fiscale explicité précédemment – et, d'autre part, le q de

Tobin – utilisé pour appréhender la valorisation de la firme⁵. Cependant, cette relation n'est pas vérifiée pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon, mais seulement pour celles affichant une « bonne gouvernance » ; la qualité de la gouvernance étant alors approchée à travers la fraction d'actions détenues par des investisseurs institutionnels. Les auteurs attribuent ce phénomène aux problèmes d'agence susceptibles d'apparaître lorsque les managers engagent des opérations de planification fiscale ; ainsi que cela était indiqué précédemment, le risque que de tels problèmes surviennent peut susciter une certaine défiance de la part des actionnaires, lorsqu'ils ne sont pas en mesure d'exercer un contrôle effectif sur le management, soit lorsque la gouvernance de l'entreprise est faible. En tout état de cause, les résultats de l'étude menée par [Desai et Dharmapala \(2009\)](#) paraissent indiquer que la planification fiscale est valorisée par les actionnaires, à la condition néanmoins qu'ils puissent s'assurer du plein bénéfice de l'opération de minimisation de la charge fiscale engagée.

[Hill et al. \(2013\)](#) établissent, quant à eux, une relation indirecte mais particulièrement originale entre planification fiscale et valorisation de la firme par les actionnaires. Ils considèrent, en effet, que le lobbying constitue un instrument à part entière de la planification fiscale ; à ce titre, il est intéressant de noter que, selon le Center for Responsive Politics, organisme américain qui s'est donné pour finalité

d'informer les citoyens sur les effets de l'argent et du lobbying sur les élections et les politiques publiques, la fiscalité s'inscrivait en 2013, en nombre de clients, au deuxième rang des sujets sur lesquels étaient saisies les sociétés de lobbying œuvrant auprès du Congrès ou des agences fédérales, après les questions relatives à l'affectation du budget fédéral, mais avant celles portant sur la santé. Aussi les auteurs, après avoir montré que le recours au lobbying fiscal était lié à une baisse du taux effectif d'imposition des entreprises – comprise entre 1,5 et 2,3 points par rapport au taux légal d'imposition –, ont-ils mis en évidence le fait que les firmes développant des activités de lobbying fiscal étaient plus valorisées par les actionnaires que les autres. Pour autant, cette relation ne se vérifie pas pour les entreprises ayant déjà un taux d'imposition faible ou présentant un écart important entre le résultat comptable et le revenu imposable ce qui, pour [Hill et al. \(2013\)](#), suggère que les actionnaires valorisent les activités de lobbying fiscal des firmes disposant de marges de manœuvre pour améliorer leur situation fiscale sans risque excessif.

CONCLUSION

L'idée selon laquelle les actionnaires, voire, de manière plus générale, les investisseurs, valoriseraient nécessairement la planification fiscale des entreprises ne serait pas empiriquement établie – alors même qu'elle est souvent avancée, y compris par certains travaux théoriques. Les risques de

5. Le q de Tobin moyen correspond à la valeur de marché de l'entreprise rapportée au coût de remplacement des actifs, défini comme la valeur comptable des actifs immobilisés ; en bref, il s'agit du rapport entre la valorisation boursière de l'entreprise et sa valeur comptable.

Tableau 1 – Tableau récapitulatif des études empiriques mobilisées

Auteurs	Hypothèses principales	Échantillons	Résultats
<p>Chen <i>et al.</i> (2010)</p>	<p>« Les entreprises familiales affichent systématiquement un niveau d'agressivité fiscale différent des firmes non familiales »</p>	<p>3 865 observations entreprises-années portant sur 1 003 firmes entrant dans la composition de l'indice boursier S&P 1 500 au cours de la période 1996-2000</p>	<p>Les entreprises familiales présentent une moindre « agressivité fiscale », appréhendée à l'aune du taux effectif d'imposition et de l'écart entre le résultat comptable et le revenu imposable, que les autres firmes</p> <p>Les entreprises familiales désireuses d'obtenir des financements extérieurs – par levées de capitaux – affichent une « agressivité fiscale » plus faible encore</p>
<p>Desai et Dharmapala (2006)</p>	<p>« L'effet des attributions d'options d'achat sur la planification fiscale des entreprises bien gouvernées diffère [...] de celui observé pour les entreprises moins bien gouvernées »</p>	<p>4 192 observations portant sur 914 grandes entreprises au cours de la période 1993-2001</p>	<p>Une hausse de la part de la rémunération à base d'actions – en particulier par l'attribution de stock-options et d'actions – dans la rémunération totale des managers conduit à une diminution de l'écart « résiduel » entre résultat comptable et revenu imposable, utilisé comme mesure de la planification fiscale. Selon les auteurs, cette relation révèle l'interdépendance qui unit planification fiscale et détournement de bénéfices ; si l'établissement d'une structure incitative visant à aligner les intérêts des actionnaires et des managers conduit à une réduction de la planification fiscale, c'est que celle-ci est souvent liée à des comportements opportunistes du management</p> <p>La corrélation négative entre une rémunération incitative des managers et le niveau de la planification fiscale ne se vérifie que dans les cas où la gouvernance de l'entreprise est faible, soit lorsque l'actionnariat n'est pas en mesure d'exercer un contrôle efficace sur les managers</p>

Tableau 1 – (suite)

Auteurs	Hypothèses principales	Échantillons	Résultats
Desai et Dharmapala (2009)	Un lien existe entre recours à la planification fiscale et valeur boursière de la firme	4 492 observations entreprises-années portant sur 862 firmes au cours de la période 1993-2001	<p>Une corrélation positive est observée entre, d'une part, l'écart « résiduel » entre résultat comptable et revenu imposable – qui mesure le niveau de la planification fiscale – et, d'autre part, le q de Tobin – utilisé pour appréhender la valorisation de la firme</p> <p>Cette relation positive n'est vérifiée que pour les entreprises affichant une « bonne gouvernance »</p>
Desai <i>et al.</i> (2007)	<p>« Les caractéristiques du système d'imposition des entreprises affectent le niveau de la planification fiscale et l'évaluation des firmes ».</p> <p>« La qualité de la gouvernance des entreprises joue un rôle important dans la détermination de la sensibilité des revenus fiscaux aux modifications du taux d'imposition »</p>	124 entreprises russes présentant deux catégories d'actions avec des droits de vote différents	<p>Le renforcement de l'application des règles fiscales par les autorités russes à compter de 2000 s'est accompagné d'une hausse de la valeur des actions des firmes visées par des contrôles de l'administration – en dépit de la hausse de la charge fiscale supportée</p> <p>La corrélation entre taux d'imposition et revenus fiscaux dépend de l'environnement de gouvernance, une telle relation étant d'autant plus prononcée dans les contextes de bonne gouvernance et de faible gouvernance</p>
Hanlon (2005)	Une différence temporaire entre résultat comptable et revenu imposable apporte une information quant à la persistance des bénéfices d'une entreprise	14 106 observations entreprises-années portant sur 4 048 firmes américaines au cours de la période 1994-2000	Les bénéfices des firmes présentant un écart positif significatif entre résultat comptable et revenu imposable affichent une moindre persistance que ceux des entreprises pour lesquelles cet écart est faible

Tableau 1 – (suite)

Auteurs	Hypothèses principales	Échantillons	Résultats
<p>Hill <i>et al.</i> (2013)</p>	<p>« L'un des résultats d'une action de lobbying réussi est une charge fiscale plus faible »</p>	<p>12 222 observations entreprises-années portant sur 2 971 firmes américaines au cours de la période 1999-2009</p>	<p>Le recours au lobbying fiscal est lié à une baisse du taux effectif d'imposition des entreprises considérées comprise entre 1.5 et 2.3 points par rapport au taux légal d'imposition</p> <p>Les firmes développant des activités de lobbying fiscal sont plus valorisées par les actionnaires que les autres – en dépit du coût inhérent aux actions de lobbying</p> <p>Cette relation ne se vérifie pas pour les entreprises ayant déjà un taux d'imposition faible ou présentant un écart important entre le résultat comptable et le revenu imposable ; selon les auteurs, ceci suggère que les actionnaires ne valorisent les activités de lobbying fiscal que pour les firmes disposant de marges de manœuvre pour améliorer leur situation fiscale sans risque excessif</p>
<p>Lev et Nissim (2004)</p>	<p>L'écart entre résultat comptable et revenu imposable permet de prédire l'évolution des bénéfices des entreprises</p> <p>L'information délivrée par l'écart entre résultat comptable et revenu imposable est reflétée dans le prix des actions</p>	<p>33 496 observations portant sur la période 1973-2000</p>	<p>Une corrélation est observée entre, d'une part, l'écart entre résultat comptable et revenu imposable constaté une année donnée et, d'autre part, l'évolution des bénéfices des entreprises au cours des cinq années suivantes</p> <p>Une relation négative est constatée entre le <i>Price Earning Ratio</i> (PER) des entreprises considérées et l'écart entre résultat comptable et revenu imposable au titre de la période 1993-2000 – mais non pour les années 1973 à 1992</p>

détournement de bénéfices par les managers, les signaux potentiellement négatifs que peuvent envoyer un revenu imposable plus faible ou encore les risques classiques qui entourent la planification fiscale – comme les possibles sanctions prononcées par les administrations fiscales – sont susceptibles de conduire les actionnaires à regarder avec méfiance les opérations tendant à minimiser la charge fiscale. À en croire Desai et Dharmapala (2009), c'est l'une des raisons pour lesquelles le recours à la planification fiscale n'est pas aussi massif que ce que nous pourrions anticiper eu égard à l'efficacité du « levier fiscal » en termes de création de valeur. En effet, les travaux examinés font apparaître que les actionnaires ne valorisent la planification fiscale que lorsqu'ils peuvent s'assurer du plein bénéfice de l'opération de minimisation de la charge fiscale engagée, soit quand la firme dispose d'une solide gouvernance d'entreprise.

Ainsi l'un des objectifs de cet article est-il d'apporter un regard nouveau sur la relation que les partenaires financiers de la firme entretiennent avec la planification fiscale, et ce dans la perspective de contribuer au développement de travaux en sciences de gestion portant sur cette problématique. En particulier, la littérature française gagnerait à se doter d'études quantitatives, afin d'éclairer la manière dont les investisseurs appréhendent la planification fiscale susceptible d'être déployée par les firmes françaises, profitant de la faculté récemment ouverte aux chercheurs d'accéder aux données détenues par l'administration fiscale⁶. Par ailleurs, le présent travail montre que le management doit, le cas échéant, porter une attention toute particulière aux incidences des schémas de planification fiscale sur les performances affichées des entreprises – ces incidences pouvant se révéler contradictoires selon les éléments du compte de résultat qu'elles concernent.

BIBLIOGRAPHIE

- Casson M. (1999). "The economics of family firms", *Scandinavian Economic History Review*, vol. 47, n° 1, p. 10-23.
- Casta J-F. (2009). « Théorie positive de la comptabilité », *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, B. Colasse (éd.), Paris, Economica, p. 1393-1402.
- Chen S., Chen X., Cheng Q. et Shevlin T. (2010). "Are family firms more tax aggressive than non-family firms ?", *Journal of Financial Economics*, vol. 95, n° 1 p. 41-61.
- Chen K-P. et Chu C.Y.C. (2005). "Internal control versus external manipulation: a model of corporate income tax evasion", *RAND Journal of Economics*, vol. 36, n° 1, p. 151-164.
- Citigroup Global Market (2006). Unlocking tax value. Tax competition in the EU opens opportunities for value creation. <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?target=StudiDownloadFree&filename=pdf%2F52183.pdf>

6. L'article 104 de la loi n 2013-660 du 22 juillet 2013 relative à l'enseignement supérieur et à la recherche a ouvert la possibilité pour les chercheurs d'accéder à certaines données recueillies par l'administration fiscale, sur décision du ministre chargé du budget après avis favorable du comité du secret statistique.

- Crocker K.J. et Slemrod J. (2004). Corporate Tax Evasion with Agency Costs. NBER Working Paper 10690.
- Congrès des États-Unis, Joint Committee on Taxation (2003). Report of Investigation of Enron Corporation and Related Entities Regarding Federal Tax and Compensation Issues, and Policy Recommendations (JCS-3-03), Washington.
- Desai M.A. (2002). The corporate profit base, tax sheltering activity, and the changing nature of employee compensation. NBER Working Paper 8866.
- Desai M.A. (2005). “The degradation of corporate profits”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n° 4, p. 171-192.
- Desai M.A. et Dharmapala D. (2006). “Corporate tax avoidance and high-powered incentives”, *Journal of Financial Economics*, vol. 79, n° 1, p. 145-179.
- Desai M.A. et Dharmapala D. (2009). “Corporate tax avoidance and firm value”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91, n° 3, p. 537-546.
- Desai M.A., Dyck A. et Zingales L. (2007). “Theft and taxation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n° 3, p. 591-623.
- Erickson M., Hanlon M. et Maydew E.L. (2004). “How much will firms pay for earnings that do not exist? Evidence of taxes paid on allegedly fraudulent earnings”, *The Accounting Review*, vol. 79, n° 2, p. 387-408.
- Hanlon M. (2005). “The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash Flows when firms have large book-tax differences”, *The Accounting Review*, vol. 80, n° 1, p. 137-166.
- Henderson Global Investors (2005). Tax, risk and corporate governance. Findings from a survey of the FTSE 350. <http://www.henderson.com/content/sri/publications/reports/taxriskcorporategovernance.pdf>
- Hill M.D., Kubick T.R., Lockhart G.B. et Huishan W. (2013). “The effectiveness and valuation of political tax minimization”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 8, p. 2836-2849.
- Holmström B. (1979). “Moral hazard and observability”, *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n° 1, p. 74-91.
- Jonas G.J. et Blanchet J. (2000). “Assessing quality of financial reporting”, *Accounting Horizons*, vol. 14, n° 3, p. 353-363.
- Lev B. et Nissim D. (2004). “Taxable income, future earnings, and equity values”, *The Accounting Review*, vol. 79, n° 4, p. 1039-1074.
- Manzon G.B. et Plesko G.A. (2001). The Relation Between Financial and Tax Reporting Measure of Income. MIT Sloan School of Management Working Paper 4332-01.
- McNichols M. et Wilson P. (1988). “Evidence of earnings management from the provisions for bad debts”, *Journal of Accounting Research*, vol. 26, Studies on Management’s Ability and Incentives to Affect the Timing and Magnitude of Accounting Accruals, p. 1-31.

- PricewaterhouseCoopers (2004). Global Retail & Consume Tax Benchmarking Survey.
<http://www.pwc.com/retail>
- Revsine L., Collins D.W. et Johnson, W.B. (1999). *Financial Reporting and Analysis*, Prentice Hall, Inc., Upper Saddle River.
- Seida J.A. (2003). Tax Shelter's and Analysis of Enron's Disclosed Tax Information.
<http://www.finance.senate.gov/imo/media/doc/021303jstest.pdf>
- Slemrod J. (2004). "The economics of corporate tax selfishness", *National Tax Journal*, vol. 57, n° 4, p. 877-899.