



Recherches en Comptabilité & Finance

SUPPLÉMENT À LA REVUE COMPTABLE ET FINANCIÈRE - 2012

N° 8

GESTION FISCALE

La gestion fiscale dans les entreprises familiales et non familiales (Cas des entreprises tunisiennes)

GOVERNANCE

Stratégies d'enracinement des dirigeants et performance des entreprises tunisiennes

DIVULGATION VOLONTAIRE

La perception de l'utilité de l'information volontaire dans les rapports annuels par les analystes financiers tunisiens

ENDETTEMENT

Choix du mode d'endettement lors d'une décision de financement : Endettement bancaire - Emission d'emprunt obligataire - Analyse de l'effet du savoir bancaire et de la qualité de l'entreprise emprunteuse

N° 8 / 2012

La publication « **Recherches en Comptabilité & Finance** » éditée en supplément à la « **Revue Comptable et Financière** » est une publication tunisienne de vulgarisation scientifique dans le domaine de la comptabilité et de la finance.

Son objectif est de permettre aux chercheurs de communiquer, d'échanger et de soumettre à la critique leurs réflexions et leurs recherches sur la comptabilité, la fiscalité et la finance et les disciplines associées.

Elle est distribuée gratuitement aux abonnés de la Revue Comptable et Financière.

Directeur de la publication : Abderraouf YAICH

Comité Scientifique :

Contributeur à l'évaluation des articles et à la promotion de la revue :

Ezzeddine ABAOUB - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Tunis

Abdelfattah BOURI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Sfax

Ali ELMIR - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Slah Eddine HALLARA - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Khamoussi HLIOUI - Maître de conférences, FSEG Sfax

Faouzi JILANI - Professeur de l'enseignement supérieur, ISCC Bizerte

Chokri MAAMOGHLI - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Lassâad MEZGHANI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Sfax

Bernard RAFFOURNIER - Professeur de l'enseignement supérieur, HEC Genève

Mohamed Tahar RAJHI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Tunis.

Mohamed TRIKI - Professeur de l'enseignement supérieur, ESC Sfax

Daniel ZEGHAL - Professeur de l'enseignement supérieur, Université d'Ottawa, Canada

Rédaction :

Le Comité de Rédaction est présidé par le professeur Daniel ZEGHAL

Le Coordinateur de la Revue est
Walid KHOUFI - ESC Sfax
e-mail : walid.khoufi@escs.rnu.tn
Web : www.larcf.com/recherche/index.htm

La Revue est éditée et diffusée par :

Les éditions Raouf YAICH

Avenue Habib Thameur Imm. Attijari Bank
Rez-de-chaussée - 3000 Sfax - Tunisie

Tel. : 74 200 416 - Fax : 74 200 417

E-mail : formationexperts@gmail.com

Site web : www.expertiseonline.com

S O M M A I R E

Numéro 8 / 2012

1 **Ont contribué à la rédaction de ce numéro**

3 **GESTION FISCALE**

La gestion fiscale dans les entreprises familiales et non familiales (Cas des entreprises tunisiennes)

Par Walid KHOUFI & Mariem ABID

19 **GOUVERNANCE**

Stratégies d'enracinement des dirigeants et performance des entreprises tunisiennes

Par Sami BOUDABBOUS & Dorra ZOUARI

35 **DIVULGATION VOLONTAIRE**

La perception de l'utilité de l'information volontaire dans les rapports annuels par les analystes financiers tunisiens

Par Raida CHAKROUN

61 **ENDETTEMENT**

Choix du mode d'endettement lors d'une décision de financement : Endettement bancaire - Emission d'emprunt obligataire - Analyse de l'effet du savoir bancaire et de la qualité de l'entreprise emprunteuse

Par Hamadi MATOUSSI & Soumaya LAHKIMI

95 **Consignes aux auteurs**

La Revue n'entend ni approuver ni désapprouver le contenu des articles qui expriment l'opinion personnelle de leurs auteurs et qui sont publiés sous leur seule responsabilité.

En conséquence, le contenu des articles et matières publiés par les auteurs fait l'objet d'une clause de non responsabilité de la Revue Comptable et Financière et des Editions Raouf YAICH.

ONT CONTRIBUÉ À LA RÉDACTION DE CE NUMÉRO

Numéro 8 / 2012

Mariam ABID

Doctorante
Université de Sfax, (TUNISIE)

Sami BOUDABBOUS

Maître de conférences
Université de Sfax, (TUNISIE)

Raïda CHAKROUN

Assistante de l'enseignement supérieur
Université de Sfax, (TUNISIE)

Walid KHOUFI

Maître de conférences, Université de Sfax,
(TUNISIE)

Soumaya LAHKIMI

Assistante, ISCC, Bizerte, (TUNISIE)

Hamadi MATOUSSI

Professeur, ISCAE, Manouba, (TUNISIE)

Dorra ZOUARI

Doctorante, Université de Sfax, (TUNISIE)

PAR WALID KHOUFI
& MARIEM ABID

La gestion fiscale dans les entreprises familiales et non familiales

(Cas des entreprises tunisiennes)

Cet article examine l'impact de la présence du contrôle familial sur le niveau de l'intégration dans l'activité de la gestion fiscale. En appliquant la technique des données de panel à un échantillon d'entreprises familiales et non familiales tunisiennes, nous avons trouvé que les entreprises familiales sont plus impliquées dans les activités de planification fiscale que les entreprises non familiales. Ce résultat suggère que l'absence de conflit d'agence dans les entreprises familiales, leur réticence vis-à-vis de l'endettement et de la dépendance de leurs conseils d'administration contribuent à l'augmentation du niveau d'adoption de la gestion fiscale et de la richesse de ces entreprises à travers les économies d'impôt.

Mots clés : gestion fiscale, entreprise familiale, gouvernance d'entreprise.

1. Introduction

La prédominance des entreprises familiales dans le développement économique de la majorité des pays du monde est un fait réel, largement souligné par les écrits en économie et en gestion. Le rôle important accordé à ce type d'entreprise est justifié par leurs spécificités par rapport aux autres types de sociétés. Cette particularité recouvre aussi leur système de gouvernance et influence particulièrement leur système fiscal, rendant ainsi le comportement fiscal au niveau des entreprises familiales différent de celui des entreprises non familiales.

La multitude et la diversité des travaux portant sur le thème de l'entreprise familiale donnent lieu à plusieurs définitions. L'absence de consensus sur la définition de l'entreprise familiale réside dans l'existence de définitions monocritères et d'autres multicritères. Toutefois, l'approche actuelle dominante est plutôt une approche multicritères. Pour notre étude, on retient la définition de Gallo et Estapé (1994) qui nous semble la plus adaptée au contexte d'application de ce travail et qui peut mieux servir à l'identification des entreprises familiales tunisiennes. Ainsi, l'entreprise familiale est définie comme toute entreprise dont le capital est détenu à plus de 50% par les membres d'une même famille et dont certains participent au management de l'entreprise.

D'ailleurs, la fiscalité constitue à la fois un instrument de politique économique de l'Etat et un instrument de politique générale de l'entreprise familiale et non familiale. Elle

permet à ces dernières de diversifier leurs choix en matière de gestion fiscale. Une bonne gestion fiscale constitue aujourd'hui l'un des facteurs clés de succès de la firme. En fait, elle ne signifie pas nécessairement d'éviter de payer l'impôt mais aussi une gestion adéquate des différentes charges fiscales. Toutefois, cette activité diffère d'une entreprise à une autre selon la taille, la forme, la structure de propriété, etc. En d'autres termes, les caractéristiques et la gouvernance de l'entreprise ont un impact considérable sur la gestion fiscale. À cet égard, le présent travail étudiera l'impact de la différence entre les entreprises familiales et celles non familiales, au niveau de leurs caractéristiques propres ainsi qu'au niveau de leurs systèmes de gouvernement, sur le degré d'adoption des activités de planification fiscale.

La suite de cet article sera organisée comme suit : la deuxième section sera consacrée à une revue de la littérature et au développement des hypothèses de la recherche. La troisième section exposera la méthodologie. La quatrième section synthétisera nos principaux constats empiriques. Et finalement, la cinquième section conclut.

2. Revue de la littérature

2.1. Gestion fiscale et structure de propriété

L'entreprise familiale se caractérise par une structure de propriété un peu particulière : une concentration du capital entre les mains d'une même famille. Elle se caractérise également par une participation de certains membres de la famille au management et au conseil d'administration de l'entreprise tout en affectant ses décisions qui, par conséquent, auront un effet sur la gestion fiscale (Mosebach, 2007). À cet effet, la stratégie fiscale adoptée par l'entreprise familiale est différente de celle de l'entreprise non familiale.

Desai et al. (2007) ont montré que les entreprises à actionnariat concentré sont considérablement motivées par l'éviction de l'impôt et l'utilisation de la gestion fiscale comme moyen permettant d'accroître le pouvoir et favorisant l'opportunisme des actionnaires de contrôle au détriment des autres actionnaires. Ceci permet d'expliquer le recours important des entreprises familiales, par rapport aux entreprises non familiales, à l'activité de la gestion fiscale.

Toutefois, l'utilisation abusive des moyens de minimisation de la charge fiscale entraîne le paiement des pénalités imposées par l'administration fiscale dans le cadre de la vérification approfondie qui affectera par la suite la réputation de l'entreprise. Par ailleurs, les entreprises familiales s'intéressent beaucoup à la réputation de la famille, à l'entreprise en tant qu'un bien à transférer aux générations futures et à la richesse personnelle. Les actionnaires familiaux préfèrent alors, la renonciation à l'activité de la gestion fiscale parce qu'ils pensent qu'elle a des effets négatifs sur l'entreprise et leur réputation. En d'autres termes, l'entreprise doit éviter le recours excessif à la stratégie de minimisation de la charge fiscale et ce, dans le but de protéger les actionnaires familiaux. En outre, Chen et al. (2010) ont approuvé le fait que les entreprises familiales présentent un niveau inférieur de «tax aggressiveness». Ce type d'entreprise est moins engagé dans les opérations ayant des avantages fiscaux afin de ne pas supporter les coûts qui en découlent.

À cet égard, nous retenons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : Les entreprises familiales sont moins impliquées dans les activités de la gestion fiscale que les entreprises non familiales.

2.2. Gestion fiscale et structure du capital

Le présent paragraphe étudiera dans un premier temps, la différence entre entreprises familiales et non familiales au niveau du choix des modes de financement (endettement, autofinancement et ouverture du capital), et dans un deuxième temps, l'impact de la structure du capital sur le niveau d'intégration de l'activité de la gestion fiscale.

Partant du fait que le principal défi des entreprises familiales est de promouvoir leur croissance sans pour autant mettre en cause l'objectif de la pérennité du contrôle familial (Goffee, 1996), on constate une réticence des entreprises familiales vis-à-vis du financement par les dettes. Ce comportement trouve sa légitimité dans le fait que le recours à l'endettement augmentera le risque de défaut de l'entreprise, perçu par les actionnaires familiaux comme une sorte de dépossession d'une partie de leur contrôle aux créanciers.

L'objectif de pérennité de l'entreprise et du contrôle familial constitue également l'un des facteurs qui expliquent le recours des entreprises familiales à l'endettement. D'une part, le financement par les dettes peut être utilisé comme un outil de maintien du contrôle familial. D'autre part, il permet d'éviter l'effet de dilution du capital, contrairement à l'ouverture du capital qui contribue à la diminution du pourcentage du contrôle familial par l'arrivée de nouveaux investisseurs externes (Hawawini et Viallet, 1999). En outre, la propension des entreprises à recourir à telle ou telle source de financement est conditionnée par leurs choix de financement antérieurs et leur structure financière actuelle (Allouche et Amann, 2007). Ce comportement est conforme à la théorie de la hiérarchie des moyens de financement (1) qui

classe les modalités de financement par ordre de préférence décroissant (autofinancement, endettement et émission d'actions nouvelles). Cette hiérarchisation correspond aux préférences de la gestion des entreprises familiales de sorte que le dirigeant favorise l'endettement à l'ouverture du capital afin de ne pas disloquer la propriété de son entreprise.

La décision d'investissement dépend généralement du choix des sources de financement qui n'est pas dicté uniquement, par des considérations économiques et financières, mais aussi par des considérations fiscales. Dammak (2006) souligne que les recherches portant sur les implications fiscales de l'autofinancement et de l'ouverture du capital sont relativement limitées au financement par les dettes.

L'autofinancement par l'apport en capital ou par le réinvestissement des bénéficiaires non distribués permet aux apporteurs ou à la société de bénéficier des dégrèvements fiscaux (2) dans la mesure où la société est éligible aux avantages fiscaux prévus par le code d'incitation aux investissements (CII) Tunisien.

Toutefois, les apporteurs reçoivent, en contrepartie de leurs apports, des dividendes qui sont soumis à l'impôt personnel. L'imposition des dividendes est à l'origine de l'effet clientèle introduit par Modigliani et Miller (1961). Ces

(1) Il s'agit de la théorie de pecking-order.

(2) Les dégrèvements fiscaux consistent en la souscription au capital initial ou à l'augmentation du capital d'une société régie par le code d'incitation aux investissements tunisien pour bénéficier de la réduction des revenus ou bénéfices investis dans la limite d'un taux variant entre 35% et 100% des revenus ou bénéfices nets soumis à l'impôt sur le revenu ou à l'impôt sur les sociétés conformément à l'article 7 dudit code.

derniers ont précisé que cet effet propose que les actions accompagnées d'une distribution élevée de dividendes sont préférées par les investisseurs faiblement imposés et vice-versa. Pour une meilleure gestion fiscale, il vaut mieux distribuer les dividendes dans un premier temps puis réaliser l'augmentation du capital en numéraire dans un deuxième temps. La scission entre les deux opérations permettra d'éviter l'imposition à la plus-value mobilière, à l'impôt sur les revenus ou à l'impôt sur les sociétés pour les dividendes payés en actions.

Quant à l'ouverture du capital, le système fiscal tunisien encourage les entreprises à l'admission de leurs actions à la bourse des valeurs mobilières de Tunis. Ainsi, la loi n° 2010-29 du 7 juin 2010 précise que le taux d'impôt est réduit à 20% pour les sociétés qui procèdent à l'admission de leurs actions ordinaires à la cote de la bourse des valeurs mobilières de Tunis à condition que le taux d'ouverture du capital au public soit au moins égal à 30%, pendant cinq ans à partir de l'année de l'admission, et ce au cours de la période allant du premier janvier 2010 au 31 décembre 2014.

À l'encontre de l'autofinancement et l'introduction en bourse, le financement par les dettes engendre l'avantage de la déductibilité des intérêts du résultat imposable sans limitation. Modigliani et Miller dans les deux propositions de 1958 et de 1963 ont prouvé l'importance de l'association entre l'endettement et l'impôt et leur impact sur la valeur de l'entreprise : cette dernière augmente proportionnellement à l'accroissement du niveau de l'endettement. Dans ce cas, l'endettement n'est plus neutre puisqu'il procure une économie d'impôt résultant de la déductibilité fiscale des charges financières de l'emprunt. Dans une extension du modèle de Modigliani et Miller (1963), Miller (1977) prend en considération l'imposition

personnelle de l'investisseur afin de justifier les disparités fiscales existantes entre l'imposition des dividendes et celle des gains en capital. Dans ce cas, le gain de l'endettement sera calculé comme suit :

$$GL = \left\{ 1 - \frac{(1 - \tau_C)(1 - \tau_{pS})}{(1 - \tau_{pB})} \right\} \times D$$

Avec : (τ_C) est le taux d'impôt sur les sociétés, (τ_{pS}) est le taux d'imposition personnelle applicable aux revenus des actions, (τ_{pB}) est le taux d'imposition personnelle frappant les revenus des obligations et D est la valeur des dettes. À partir de cette équation, on peut constater trois situations différentes (Miller 1977) :

- Lorsque $\tau_C = \tau_{pS} = \tau_{pB} = 0$, alors $GL = 0$: c'est la conclusion du modèle de Modigliani et Miller (1958) ;
- Lorsque $\tau_{pS} = \tau_{pB}$, alors $GL = \tau D$: c'est la conclusion de Modigliani et Miller (1963) ;
- Lorsque $\tau_{pB} > \tau_{pS}$, alors l'avantage que tirent les actionnaires de la déductibilité des charges financières est réduit, annulé, voire dépassé par l'accroissement des intérêts versés aux obligataires. D'après cette analyse, Miller montre que l'investisseur rationnel raisonne après acquittement de la fiscalité personnelle.

Toutefois, les économies d'impôts engendrées par l'endettement peuvent être atténuées par un faible niveau de bénéfice comptable ou aussi par les modifications éventuelles du taux d'impôt sur les sociétés. Dans le cadre de la théorie d'arbitrage, les économies d'impôt liées à l'endettement peuvent être annulées par les coûts non fiscaux. Le recours excessif au financement par les dettes peut être coûteux dans la mesure où il engendre des coûts de faillite liés à la taille et au risque des entreprises

et des coûts potentiels d'agence résultant de la substitution de la dette au capital dans l'investissement (effet de substitution d'actifs) (Dammak, 2006).

Compte tenu des développements relatifs au comportement financier des entreprises familiales et à la théorie de la hiérarchie des sources de financement, on conclut que la préférence des entreprises familiales à l'autofinancement démontre le faible niveau de leur implication dans l'activité de gestion fiscale.

Afin d'évaluer l'effet de l'endettement sur la situation fiscale de la société, on formule l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : L'implication de l'entreprise dans la gestion fiscale augmente avec l'accroissement du niveau d'endettement.

2.3. Gestion fiscale et gouvernance d'entreprise

L'intersection de la gouvernance avec le système fiscal ne peut être étudiée que dans un contexte de conflit d'agence entre dirigeants et actionnaires. Ces derniers sont ceux qui supportent le fardeau fiscal parce que les impôts diminuent leurs profits, ce qui explique leur recours à l'activité de gestion fiscale. Bien que les managers ne peuvent pas bénéficier des économies d'impôts, ils ont le pouvoir de prendre les décisions en matière fiscale qui peuvent être dans leurs intérêts et non pas dans ceux des propriétaires. Les compensations incitatives des dirigeants et le conseil d'administration constituent les deux mécanismes internes de gouvernance qui contribuent à régler les conflits d'agence et qui auront une influence notable sur le niveau d'implication dans la planification fiscale.

Desai et Dharmapla (2006) ont démontré l'existence de deux types de relation entre la manipulation managériale et la gestion fiscale. Une relation positive élaborée dans le cadre des entreprises mal gouvernées qui consiste à toute réduction du niveau de l'adoption de la gestion fiscale est accompagnée d'une réduction du détournement managérial. Ce dernier ne peut être réduit qu'à travers les compensations incitatives qui alignent les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants. Tandis que ces compensations diminuent le niveau de la manipulation managériale et conduisent les dirigeants à s'engager de plus dans des activités de gestion fiscale, il en résulte une relation négative entre «tax management» et «rent diversion» (manipulation managériale) qui apparaît dans le cadre des entreprises bien gouvernées.

Dans le cadre des entreprises familiales, qui sont caractérisées par l'absence des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, l'alignement des intérêts fait bénéficier les dirigeants d'une partie de l'économie d'impôt. Le risque du comportement opportuniste demeure nul et ceci constitue un avantage pour ce type d'entreprise. Par contre, les actionnaires dans les entreprises non familiales tentent à minimiser les coûts engendrés par le détournement managérial.

Néanmoins, l'activité de gestion fiscale engendre des coûts non négligeables pour les entreprises familiales. L'engagement dans des transactions d'évasion fiscale procure des coûts plus élevés pour les entreprises familiales dans le cas de la détection de l'administration fiscale de ce type d'opérations, générant ainsi des pénalités et des sanctions considérables. Cette forte incidence est menée par l'orientation des dirigeants familiaux vers des investissements

à long terme, contrairement aux managers des entreprises non familiales qui peuvent facilement éviter les séquences de la vérification fiscale et de la détection des activités de la déviation d'impôts. Ainsi, la prise de décision est l'une des fonctions du dirigeant qui est aversive au risque de l'adoption des activités de gestion fiscale pour le cas des entreprises familiales.

À cet effet, on testera l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : La participation d'un ou de plusieurs directeurs dans le capital de l'entreprise diminue le niveau de l'adoption des activités de la gestion fiscale.

Concernant le conseil d'administration, son rôle s'avère crucial dans l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. L'introduction de la dimension fiscale a changé la perception des membres du conseil aux activités de planification fiscale et l'objectif du conseil d'administration qui consiste à la mise en œuvre d'un processus de gestion des risques fiscaux pour balancer entre les risques et les opportunités dégagés de la gestion fiscale.

L'association entre le conseil d'administration et la gestion fiscale peut être expliquée dans le cadre des théories de la légitimité et des parties prenantes (legitimacy and stakeholder theories). Ces deux théories sont basées sur l'hypothèse de l'existence d'un contrat social implicite entre la firme et la société (Roberts, 1992 ; Deegan, 2002). Waller et Lanis (2009) ont précisé que l'entreprise cherche à légitimer ses activités à partir de différents groupes au sein de la société ayant le pouvoir d'influencer ses décisions.

Revenant au domaine fiscal, l'entreprise qui respecte les réglementations fiscales et agit en conformité avec la législation fiscale acquiert sa légitimité au sein de la société (Landolf, 2006).

En d'autres termes, l'implication dans des activités de gestion fiscale permet à l'entreprise de ne pas payer sa partie équitable (fair share) dans les recettes fiscales de l'Etat (Freise et al., 2008). Le rôle du conseil d'administration consiste ainsi à favoriser le respect des lois fiscales au lieu de s'échapper de l'impôt.

Toutefois, l'efficacité du conseil d'administration réside dans sa composition, plus précisément dans la combinaison entre administrateurs internes et administrateurs externes. Une composition optimale du conseil contribue à mieux gérer les risques fiscaux encourus par l'entreprise. En fait, la présence d'administrateurs externes apporte au conseil l'indépendance et l'expertise. Ils contribuent à la réduction du niveau de l'adoption des stratégies fiscales et ce pour protéger les intérêts des actionnaires des manipulations managériales et pour s'acquitter à leur responsabilité sociale par le biais de la bonne application de la législation fiscale. Etant donné que le conseil d'administration de l'entreprise familiale est composé généralement par des membres internes qui sont eux-mêmes les membres de la famille, elles sont plus impliquées dans des activités de gestion fiscale.

Dans le but d'estimer l'efficacité du conseil pendant l'exercice de sa mission au niveau fiscal, on testera l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 : Plus la proportion des administrateurs internes est forte, plus le niveau d'implication de l'entreprise aux activités de la gestion fiscale est fort.

3. Méthodologie de recherche

Au niveau de ce paragraphe traitant de la méthodologie de recherche poursuivie, nous définirons l'échantillon, la méthode de collecte des données, ainsi que les mesures des variables endogènes et exogènes.

3.1. Echantillon et collecte des données

La présente étude est élaborée sur des entreprises privées tunisiennes qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés selon les réglementations fiscales en vigueur. Notre échantillon est composé de deux groupes de sociétés : **les entreprises familiales et les entreprises non familiales.**

L'échantillon initial est composé de 64 sociétés opérant sur divers secteurs d'activités, à l'exception des secteurs financier et pétrolier compte tenu de la spécificité des règles comptables et fiscales. Pour construire l'échantillon final, on a éliminé 24 entreprises à cause de la non disponibilité de toutes les informations nécessaires à l'étude. Ainsi, l'échantillon final de notre étude est composé de 40 firmes : 21 entreprises familiales et 19 entreprises non familiales.

Le tableau suivant présente la composition de notre échantillon final.

Tableau 1 : Composition de l'échantillon final

Echantillon	Entreprises familiales	Entreprises non familiales	Total
Echantillon initial	37	27	64
Les entreprises dont les informations ne sont pas disponibles	16	8	24
Echantillon final	21	19	40

Pour la collecte des données, on a procédé au moyen d'un questionnaire pour une période allant de 2007 à 2009. Ce dernier contient des questions relatives à des informations générales sur l'entreprise ainsi que son système de direction, et deux tableaux relatifs

aux données comptables et fiscales des entreprises enquêtées.

La plupart des questionnaires ont été distribués par la méthode de porte à porte pour s'assurer qu'ils sont remis à la personne concernée, ou bien via internet (par e-mail) à cause de la dispersion géographique de l'échantillon.

Concernant les informations relatives aux sociétés cotées, elles sont collectées à partir des états financiers et des informations annexes publiées par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT).

3.1. Les mesures des variables

Après avoir présenté notre échantillon et la méthode de collecte de données, il convient de définir la variable dépendante et les variables explicatives ainsi que leurs mesures.

3.1.1 La variable dépendante

Au niveau de cette étude, la variable dépendante est la gestion fiscale ou «tax aggressive». Les recherches précédentes ont utilisé plusieurs mesures de la gestion fiscale. À titre d'exemple, Lanis et Richardson (2010) considèrent cette dernière comme une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise a été accusée d'une amende fiscale, et 0 si non. Quant à Desai et Dharmapala (2006), ils ont mesuré la gestion fiscale par la différence entre le résultat comptable et le résultat fiscal (Book Tax Differences).

Tandis que d'autres travaux convergent vers l'utilisation du taux d'impôt effectif ou «effective tax rate» (ETR) en tant qu'une mesure de la gestion fiscale. Le taux d'impôt effectif représente le pourcentage d'impôt réellement payé par le contribuable. Selon Chen et al. (2010), il est égal au total des taxes payées (impôts directs et indirects) divisé par le résultat

avant impôt. Cette mesure a été adoptée pour notre étude parce qu'elle englobe toutes les charges fiscales contribuant à estimer l'activité de la gestion fiscale.

3.1.2. Les variables indépendantes

• Famille

La variable «Famille» est une variable binaire qui prend la valeur 1 s'il s'agit d'une entreprise familiale et 0 si non. On entend ici par entreprise familiale, toute entreprise dont la majorité des parts sociales ou des actions est entre les mains d'une même famille et les membres familiaux sont activement impliqués dans la gestion de l'entreprise ou ils participent au conseil d'administration (Gallo et Estapé, 1994). Les entreprises qui ne satisfont pas ces critères sont considérées des entreprises non familiales.

• La direction

La variable direction est une variable binaire qui prend la valeur 1 si un ou plusieurs directeurs participent au capital de l'entreprise et 0 si non.

• Le ratio d'endettement

Le ratio d'endettement est calculé par le rapport du total des dettes financières (court, moyen et long termes) et le total des actifs.

• Conseil d'administration

La pluralité des recherches sur le conseil d'administration stipule une diversité de mesures de cette variable. Ces mesures comportent principalement la composition dudit conseil à savoir : la taille, le cumul des fonctions du président du conseil et la proportion des administrateurs indépendants. Etant donné que notre étude évoque une comparaison des comportements des entreprises familiales et non familiales, l'indépendance du conseil

d'administration semble la mesure la plus pertinente. Ainsi, le conseil d'administration est comme étant une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si le conseil d'administration est composé en majorité d'administrateurs internes et 0 si non.

3.1.3. Les variables de contrôle

• **Taille** : Cette variable est mesurée par le logarithme népérien du total des actifs. On prévoit une relation positive entre la taille de l'entreprise et la gestion fiscale.

• **Revenus étrangers** : on a choisi de calculer un ratio égal au chiffre d'affaires provenant de l'export divisé par le total des actifs. La réglementation fiscale Tunisienne offre des avantages pour les sociétés totalement ou partiellement exportatrices. La réduction de la charge fiscale pour ces entreprises contribue à diminuer le taux d'impôt effectif.

• **Performance** : elle est mesurée par la rentabilité des actifs (ROA) qui est égale au résultat avant impôts et intérêts divisé par le total des actifs. On estime que ce ratio aura un signe positif parce que toute augmentation du taux de rendement économique peut conduire à un accroissement du taux d'impôt effectif.

• **Amortissement et provisions** : On mesure cette variable par le rapport du total des amortissements et provisions et le total des actifs. La non-conformité entre le système comptable et celui fiscal sur les règles de déductibilité des amortissements et des provisions nous amène à étudier l'effet de ces derniers sur le taux d'impôt effectif. Le signe prévu dans ce cas est négatif : l'augmentation de la variable amortissements et provisions entraîne une diminution du taux d'impôt effectif.

3.1.4. Démarche statistique

Une analyse multi variée est jugée utile dans cette étude afin d'examiner l'effet des différentes variables introduites au modèle et d'évaluer leurs contributions sur la variable dépendante. Les données seront traitées avec le logiciel statistique STATA.

Avant d'aborder cette analyse, on présentera les analyses descriptives (moyenne et écart type) des variables retenues dans le modèle à tester. Ensuite, on vérifiera la multi colinéarité entre les variables explicatives à travers le test de Pearson. En cas d'absence du problème de corrélation entre les variables, on peut les introduire simultanément au modèle économétrique. Par la suite, on tente de tester l'homogénéité des constantes pour pouvoir choisir entre l'estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) ou bien l'estimation en utilisant les données de panel. En cas d'absence d'homogénéité des constantes, on étudiera les effets individuels à travers le test d'Hausman. Il s'agit d'un test de spécification des effets individuels qui permet de déterminer si les coefficients des deux estimations (fixe et aléatoire) sont statistiquement différents. Le résultat de ce test se résume comme suit :

- En cas de présence d'effet fixe, l'estimation se fait par Within.
- En cas de présence d'effet aléatoire, l'estimation se fait par la méthode des moindres carrés généralisés (MCG).

Dans le cadre des données de panel, on doit vérifier aussi les problèmes d'auto-corrélation et d'hétéroscédasticité. Finalement, on présente les résultats de l'estimation du modèle.

Ainsi, pour faire la distinction entre l'effet des entreprises familiales et non familiales sur

le niveau d'adoption des activités de gestion fiscale, on utilise le modèle suivant :

$$G.F_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 END_{i,t} + \beta_3 DIR_{i,t} + \beta_4 CA_{i,t} + \beta_5 Amort_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 EXP_{i,t} + \beta_8 Taille_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec : i représente l'individu (l'entreprise) et t représente le temps (l'année).

- Gestion fiscale : ETR = (Impôts directs + impôts indirects) / Résultat avant impôts.
- Famille (FAM) : prend la valeur 1 s'il s'agit d'une entreprise familiale, et 0 si non.
- Endettement (END) : total des dettes divisé par total actif.
- Direction (DIR) : prend la valeur 1 si un ou plusieurs directeurs participent au capital de l'entreprise, et 0 si non.
- Conseil d'administration (CA) : prend la valeur 1 si le conseil d'administration est composé en majorité d'administrateurs internes, et 0 si non.
- Provisions et amortissements (Amort) = total des provisions et amortissements divisé par total actif.
- ROA = bénéfices avant intérêts et impôts divisé par total actif.
- Export (EXP) = chiffre d'affaires destiné à l'export divisé par total actif.
- Taille = logarithme népérien du total actif.

4. Résultats empiriques

4.1. Les analyses descriptives

Notre analyse porte sur la comparaison entre les entreprises familiales et non familiales au niveau de leurs comportements en matière fiscale. À cet effet, on a scindé l'échantillon en deux groupes et on a comparé les statistiques descriptives (moyenne, écart type, maximum et minimum) des différentes variables explicatives.

D'après l'annexe n° 1, on constate une différence entre les deux types de firmes au niveau de l'endettement. Les firmes familiales, comparées aux firmes non familiales, sont moins endettées affichant des moyennes de 0,1643 et 0,1931 respectivement. Ces valeurs confirment les résultats d'Allouche et Amann (2007). Toutefois, le ratio ROA des entreprises familiales (0,1987) est plus élevé que celui affiché par les entreprises non familiales (0,1577). Ce constat confirme les résultats d'Allouche et Amann (1995) qui consistent en la présence d'une relation positive entre le caractère familial et la performance. L'examen du tableau des statistiques descriptives révèle aussi que le taux du chiffre d'affaires destiné à l'export est plus élevé pour les entreprises familiales (0,5117 contre 0,4012 pour les non familiales) et que la taille de ces dernières est moins élevée (14,4838) par rapport aux entreprises non familiales (15,8362).

Cette analyse nous a permis d'avoir un aperçu général sur les caractéristiques des deux types de firmes faisant partie de notre échantillon et de faire une comparaison avec les résultats des études empiriques antérieures.

4.2. Test de multi colinéarité

L'analyse de la matrice des corrélations entre les variables indépendantes de notre modèle, découlant du test de Pearson, montre l'absence d'une forte corrélation entre ces variables. L'annexe n° 2 présente des coefficients inférieurs au coefficient de Pearson (80%). On déduit que la corrélation entre les variables est acceptable.

4.3. Test d'homogénéité

Ce test permet de vérifier le rejet ou l'acceptation de l'hypothèse nulle d'égalité des β_i afin de distinguer l'effet individuel de l'effet commun. Le tableau de l'annexe n° 3 montre

que la probabilité est inférieure à 5%, on rejette alors l'hypothèse nulle d'égalité. Ceci implique l'existence d'un effet individuel spécifique mesuré par les β_i et que l'estimation se fait en utilisant des données de panel.

4.4. Étude des effets individuels

L'existence d'effets individuels spécifiques nous amène à effectuer le test d'Hausman (1978) qui permet de distinguer l'effet fixe de l'effet aléatoire.

L'annexe n° 4 présente les résultats du test de spécification des effets individuels et montre que la probabilité est supérieure à 5%. On opte donc pour le modèle à effets aléatoires et l'estimation par MCG.

4.5. Test d'hétéroscédasticité

Ce test consiste à vérifier l'hypothèse nulle d'homoscédasticité qui impose que la variance des termes d'erreurs soit constante pour chaque observation. On a utilisé le test de Breusch Pagan pour vérifier l'existence d'un tel problème.

Toutefois, le tableau dans l'annexe n° 5 montre l'existence d'un problème d'hétéroscédasticité car la probabilité (0,0015) est inférieure à 5%.

4.6. Test d'auto-corrélation

Il s'agit du test de Wald qui tente à vérifier l'hypothèse nulle d'absence d'auto-corrélation des erreurs. L'annexe n° 6 montre une probabilité inférieure à 5%, ce qui confirme l'absence du problème d'auto-corrélation.

4.7. Interprétation des résultats

Notre modèle enregistre une valeur de R^2 égale à 20,06% et de R^2 ajusté de 28,97%. En comparant notre résultat avec celui de Chen et al. (2010), on constate que le modèle de ces derniers possède un R^2 ajusté (19,9%)

moins élevé que le notre. Pour un niveau de significativité égal à 0,002 (inférieur à 5%), on constate que les variables exogènes expliquent significativement notre modèle et que son pouvoir explicatif nous permettra d'analyser les coefficients de la régression.

Les résultats de l'estimation du modèle sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau 2 : Résultats de l'estimation du modèle

G.Fisc _{i,t} = $\beta_0 + \beta_1 \text{FAM}_{i,t} + \beta_2 \text{END}_{i,t} + \beta_3 \text{DIR}_{i,t} + \beta_4 \text{CA}_{i,t} + \beta_5 \text{Amort}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{EXP}_{i,t} + \beta_8 \text{Taille}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$		
	Coefficient	Significativité
FAM	-0,6097454**	0,020
END	1,700108***	0,001
DIR	0,4467747	0,150
CA	-0,9100833***	0,002
Amort	-2,000102*	0,057
ROA	0,3132426	0,419
Export	-0,0273725	0,641
Taille	-0,1370801***	0,008
Constante	2,204923	0,010
*Coefficient significatif à 10%, **Coefficient significatif à 5%, ***Coefficient significatif à 1%		
FAM : Famille, END : Endettement, DIR : Direction, CA : Conseil d'administration, Amort : Provisions et amortissements, ROA : Performance, EXP : Export, Taille : Taille de l'entreprise.		

4.7.1. Le contrôle familial

La relation entre la structure de propriété et la gestion fiscale assure que les entreprises à actionnariat concentré sont motivées à éviter l'impôt à cause du taux d'impôt personnel élevé. Dans ce cadre, on estime que les entreprises familiales sont plus impliquées dans les activités de planification fiscale. Néanmoins, le recours

excessif à la gestion fiscale peut compromettre la réputation de l'entreprise ainsi que celle de la famille. Il peut également réduire les profits des actionnaires familiaux en cas de vérification fiscale parce qu'ils considèrent le paiement des pénalités fiscales un transfert de richesse de la famille à l'Etat. Dans notre recherche, on a décidé de vérifier l'hypothèse qui consiste en le moindre recours des entreprises familiales aux activités de planification fiscale.

D'après le tableau n° 2, la variable « famille » enregistre un coefficient de (-0,609), ce qui signifie que les entreprises familiales préfèrent l'adoption des activités de gestion fiscale pour mieux gérer leurs charges fiscales. La corrélation est négative et significative au seuil de 5%. Ce résultat vient confirmer l'analyse de Desai et al. (2007) qui prévoit que la concentration de la propriété constitue une motivation considérable pour éviter l'impôt. Comme les entreprises familiales sont caractérisées par un actionnariat concentré, ils deviennent plus aptes à intégrer l'activité de planification fiscale pour bénéficier des économies d'impôt.

Ceci nous amène alors à infirmer la première hypothèse qui prévoit que les entreprises familiales sont moins impliquées dans ce type d'activité et à démentir les résultats de Chen et al. (2010).

4.7.2. L'endettement

Concernant l'endettement, le tableau n° 2 montre une corrélation positive et significative au seuil de 1%, c'est-à-dire que l'accroissement du niveau d'endettement ne contribue pas à la réduction du taux d'impôt effectif. Ce constat affirme les prédictions de la théorie d'arbitrage qui signale que les économies d'impôt peuvent être atténuées par des coûts non fiscaux comme les coûts de faillite et les coûts d'agence.

De l'autre côté, on a remarqué une réticence des entreprises familiales tunisiennes vis-à-vis de l'endettement. On peut conclure que ces entreprises ne tentent pas à minimiser leurs charges fiscales à travers le recours excessif à l'endettement.

D'où, le rejet de l'hypothèse n° 2 selon laquelle l'accroissement du niveau d'endettement contribue à diminuer le taux d'impôt effectif (ETR), résultant d'une bonne gestion des affaires fiscales.

4.7.3. La direction

La troisième hypothèse suppose une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et le taux d'impôt effectif. Le tableau n° 2 présente un coefficient positif (0,4467), ce qui signifie que la participation du dirigeant dans le capital de l'entreprise diminue le niveau d'intégration des activités de planification fiscale. Les résultats du tableau montrent aussi que cette variable n'a aucun effet significatif ($p = 0,150 > 5\%$) sur la variable dépendante, ce qui nous permet d'infirmier l'hypothèse n° 3.

Dans le cadre des entreprises familiales, l'impact de la participation des dirigeants, qui sont eux mêmes membres de la famille, dans le capital de l'entreprise demeure faible. Ce faible effet est dû à la présence du contrôle familial.

4.7.4. Conseil d'administration

Le coefficient de la variable «conseil d'administration», relative à l'hypothèse n° 4, affiche une valeur négative de -0,91. Ce résultat indique que l'indépendance du conseil diminue le niveau d'implication dans les activités de gestion fiscale. Autrement dit, la présence d'administrateurs internes contribue à la diminution du taux d'impôt effectif. On constate,

d'après le tableau n° 2, que cette variable est statistiquement significative au seuil de 5%. On aboutit ainsi à la confirmation de l'hypothèse posée.

Le conseil d'administration des entreprises familiales est caractérisé par sa dépendance à travers la forte présence des administrateurs internes. Ceci explique le recours de ce type d'entreprise aux activités de planification fiscale.

4.7.5. Les variables de contrôle

Les résultats relatifs aux variables de contrôle se résument comme suit :

- Taille : une corrélation négative et significative au seuil de 1% confirme les résultats de Parcano (1986) et Lanis et Richardson (2007) affirmant que les grandes entreprises se caractérisent par une gestion efficace de leurs impôts.

- Export : une corrélation négative et non significative montre que l'impact des exportations sur le taux d'impôt effectif est faible.

- ROA : une corrélation positive et non significative affirmant que les entreprises les plus performantes possèdent un résultat imposable plus élevé, et par la suite un taux d'impôt effectif élevé.

- Provisions et amortissements : une corrélation négative et significative au seuil de 10% affirme nos prédictions. Ceci montre qu'une bonne gestion des provisions et des amortissements sert à une diminution du résultat fiscal et par la suite une réduction du taux d'impôt effectif.

Pour conclure, on présente sous forme de tableau les résultats de notre analyse empirique dégagés en utilisant des données de panel.

Tableau 3 : Récapitulatif des hypothèses de la recherche et des résultats

Hypothèses	Validation
H1 : Les entreprises familiales sont moins impliquées dans les activités de la gestion fiscale que les entreprises non familiales	Infirmée
H2 : L'implication de l'entreprise dans la gestion fiscale augmente avec l'accroissement du niveau d'endettement.	Infirmée
H3 : La participation d'un ou plusieurs directeurs dans le capital de l'entreprise diminue le niveau de l'adoption des activités de la gestion fiscale.	Infirmée
H4 : Plus la proportion des administrateurs internes est forte, plus le niveau d'implication de l'entreprise aux activités de la gestion fiscale est fort.	Confirmée

5. Conclusion

Le présent travail consiste à examiner le rôle du contrôle familial sur la gestion fiscale à travers l'étude des caractéristiques propres de l'entreprise ainsi que celles de leurs systèmes de gouvernance. Il porte sur un échantillon de 40 entreprises tunisiennes opérant dans plusieurs secteurs d'activités. Les données ont été collectées à partir des états financiers et des dossiers permanents des entreprises, pour une période allant de 2007 à 2009.

En faisant recours aux données de panel, les résultats de notre étude infirment les conclusions de l'article de Chen et al. (2010) et montrent que les entreprises familiales sont plus impliquées dans les activités de la gestion fiscale. En effet, la présence du contrôle familial semble générer des changements de nature à influencer les décisions fiscales. La différence dégagée au niveau du comportement fiscal des entreprises non familiales n'implique pas un manque de pratique de la gestion fiscale, mais

plutôt elle est due aux coûts d'agence issus de la relation entre propriétaires et dirigeants. À cet effet, ces entreprises devraient renforcer leurs systèmes de gouvernance afin de bénéficier des opportunités offertes par le système fiscal tunisien.

Cependant, notre recherche présente certaines limites. La non représentativité de l'échantillon nous empêche de généraliser nos résultats. Ainsi, le taux d'impôt effectif (comme une mesure de la gestion fiscale) risque de ne pas refléter la situation fiscale réelle de la firme car il est mesuré à travers des données issues des états financiers comptables. La délimitation à la seule relation d'agence (actionnaires et managers) constitue également une limite pour notre recherche. On aurait dû élargir l'étendue de la théorie d'agence qui couvre les relations de l'entreprise avec ses différentes parties prenantes (en particulier l'administration fiscale).

Bibliographie :

Articles

- Chen S. et al., (2010), «*Are family firms more tax aggressive than non-family firms ?*», Journal of Financial Economics, pp. 41-61.
- Deegan C., (2002), «*Introduction : the legitimatising effect of social and environmental disclosures : a theoretical foundation*», Accounting, Auditing and Accountability, 15 (3), pp. 282-311.
- Desai M. et Dharmapala D., (2006), «*Corporate tax avoidance and high-powered incentives*», Journal of Financial Economics, 79, pp. 145-179.
- Goffee R., (1996), «*Understanding family business : Issues for further research, international*», Journal of entrepreneurial behavior and research, Issue 2, volume 1, pp. 36-48.
- Landolf U., (2006), «*Tax and corporate responsibility*», International Tax Review, 29, pp. 6-9.
- Lanis R. et Richardson G., (2007), «*Determinants of the variability in corporate effective tax rates and*

tax reform : evidence from Australia», Journal of Accounting and Public Policy, 26 (6), pp. 689-704.

- Lanis R. et Richardson G., (2010), «*The effect of board of director composition on corporate tax aggressiveness*», Journal of Accounting and Public Policy. Volume 30, Issue 1, January-February, pp. 50-70

- Miller M.H. et Modigliani F., (1961), «*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*», Journal of Business, 34, pp. 411-331

- Miller M.H., (1977), «*Debt and Taxes*», Journal of Finance, 32 (2), pp. 261-275.

- Modigliani F. et Miller M.H., (1958), «*The cost of capital, corporate finance and theory of investement*», American Economic Review.

- Modigliani F. et Miller M.H., (1963), «*Corporate incomes taxes and the cost of capital : a correction*», American Economic Review.

- Porcano T., (1986), «*Corporate tax rates : progressive, proportional, or regressive*», The Journal of the American Tax Association, 7 (2), pp. 17-31.

- Roberts R.W., (1992), «*Determinants of corporate social responsibility disclosure : an application of stakeholder theory*», Accounting Organizations and Society, 17 (6), pp. 595-612.

- Waller D.S. et Lanis R., (2009), «*Corporate social responsibility disclosure of advertising agencies : an exploratory analysis of six holding companies annual reports*», Journal of Advertising, 38 (1), pp. 109-121.

Ouvrages

- Allouche J. et Amann B., (1995), «*Le retour triomphant du capitalisme familial, in De Jacques Coeur à Renault : Gestionnaires et Organisations*», Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.

- Hawawini G. et Viallet C., (1999), «*Finance for executives*», South-Western College Publishing.

Chapitres dans un ouvrage

- Desai M.A. et al., (2007), «*Taxation and the Evolution of Aggregate Corporate Ownership Concentration*», Forthcoming in Taxing Corporate Income in the 21st Century, edited by Alan Auerbach, James R., Hines Jr. and Joel Slemrod. Cambridge University Press.

- Freise A. et al., (2008), «*Taxation and corporate governance : the state of the art*», In : Schön W. (Ed.), Tax and Corporate Governance. Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg, pp. 357-425.

Thèses

- Dammak S., (2006), «*Impact de la fiscalité sur les décisions et modalités de financement des investissements, ainsi que sur la valeur de la firme. Analyse comparative (France, Allemagne, Royaume-Unis et Tunisie)*», Thèse de doctorat en sciences de gestion.

- Mosebach J.E., (2007), «*Founding family firms : effective tax rates and dividend payout policy*», Thèse de doctorat en sciences de gestion

Cahiers de recherche, rapports et communications dans des congrès

- Allouche J. et Amann B., (2007), «*Performance et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial*», Papier de recherche présenté lors du Colloque annuel 2007 AIMS - Montréal 2007.

- Gallo M.A. et Estapé M.J., (1994), «*The Family Business in the Spanish : Food and Beverage Industry*», IESE research paper n° 265.

Codes et lois

- Loi n° 2010-29 du 7 juin 2010 de la république tunisienne.

- Code des incitations aux investissements, République tunisienne.

Annexe 1. Les statistiques descriptives

Entreprises familiales					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
END	63	0,1643016	0,1592778	0	0,648
DIR	63	1	0	1	1
CA	63	0,047619	0,2146694	0	1
Amort	63	0,0624286	0,0665657	0	0,315
ROA	63	0,1987302	0,2172581	-0,143	1,272
Export	63	0,5117143	1,848937	0	12,317
Taille	63	14,48389	1,442304	12,342	17,402
Entreprises non familiales					
Variable	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
END	57	0,1931228	0,1771117	0	0,557
DIR	57	0,6315789	0,4866643	0	1
CA	57	0,5263158	0,5037454	0	1
Amort	57	0,0811754	0,0974885	0,003	0,396
ROA	57	0,1577368	0,2997792	-0,265	1,798
Export	57	0,4012281	1,342794	0	7,915
Taille	57	15,83626	2,16004	11,197	19,065

Annexe 2. Test de multi colinéarité

	FAM	END	DIR	CA	Amort	ROA	Export	Taille
FAM	1							
END	-0,086	1						
DIR	0,4842	-0,041	1					
CA	-0,5354	0,2925	0,1363	1				
Amort	-0,1134	-0,0928	-0,0462	-0,2431	1			
ROA	0,0792	-0,271	0,0769	-0,2573	0,3565	1		
Export	0,0341	-0,1973	0,063	-0,133	0,2102	0,6053	1	
Taille	-0,3507	0,3708	-0,375	0,3884	-0,2049	-0,1398	0,0319	1

Annexe 3. Test d'homogénéité

	Valeur de la statistique de Fisher	P-Value	Conclusion	Type d'effet
Modèle	2,30	1%	Rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des constantes	Effet spécifique

Annexe 4. Etude des effets individuels

Test d'Hausman	2,94
P-Value	0,7099
Modèle de spécification	Modèle à effets aléatoires
Estimateur	MCG

Annexe 5. Test d'hétéroscédasticité

Test de Breusch-Pagan	10,05
P-value	0,0015
Conclusion	Rejeter l'hypothèse nulle d'homoscédasticité

Annexe 6. Test d'auto-corrélation

Test de Wald	20,08
P-value	0,0174
Conclusion	Accepter l'hypothèse nulle d'auto-corrélation

PAR SAMI BOUDABBOUS
& DORRA ZOUARI

Stratégies d'enracinement des dirigeants et performance des entreprises tunisiennes

Cet article s'inscrit dans le cadre du système de gouvernance des entreprises. Il a pour objectif d'étudier l'effet des différentes stratégies d'enracinement sur la performance des entreprises. Après avoir présenté une revue de la littérature sur la question étudiée, nous avons développé nos hypothèses de recherche. La vérification de nos hypothèses est faite sur la base d'un échantillon d'entreprises tunisiennes cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunis au cours de la période 2005-2010. Les résultats montrent la difficulté persistante d'appréhender la relation enracinement-performance. L'enracinement des dirigeants n'a pas que des effets négatifs. Certains leviers d'environnement exercent une influence positive sur la performance des entreprises en Tunisie.

Mots clés : gouvernement d'entreprise, enracinement, performance, dirigeants, entreprises tunisiennes.

Introduction

Au cours des dernières décennies, la gouvernance d'entreprise a fait l'objet d'une attention croissante de la part des organismes de réglementation et des chercheurs de différents champs disciplinaires (droit, économie, finance...).

L'émergence de ce thème est généralement attribuée au débat ouvert par Berle et Means (1932) et repris par la suite par Jensen et Meckling (1976). Pour ces auteurs, la séparation des fonctions de propriété et de décision au sein d'une société donne lieu à une relation d'agence entre un principal (les actionnaires) et un agent (les dirigeants). Cette relation soulève des risques d'abus en raison de la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers se trouvent en effet dans une position privilégiée leur conférant un pouvoir sur l'entreprise, et peuvent adopter des stratégies opportunistes pour maximiser leur richesse aux dépens des actionnaires.

Pour atténuer ces conflits d'intérêts, les actionnaires mettent en place divers mécanismes de gouvernement d'entreprise (interne et externe) permettant de réduire la latitude managériale et de diminuer également les possibilités d'un comportement déviant (Heejung Yeo, 2012).

De nombreuses recherches ont ainsi relevé l'existence de stratégies de contournement adoptées par les dirigeants afin d'éviter ou de s'affranchir des mécanismes de contrôle.

L'enracinement des dirigeants peut alors se fonder sur un large éventail de mécanismes : le conseil d'administration à travers sa structure et ses caractéristiques, les investissements spécifiques, la politique d'endettement de la firme ou encore la politique de diversification... etc. Les dirigeants réussissent de même à transformer des mécanismes initialement pensés pour les contrôler en un ensemble de moyens d'enracinement. La théorie de l'enracinement semble donc fournir un cadre d'analyse approprié à l'étude des stratégies des dirigeants et de leur influence sur la performance de l'entreprise.

En effet, les différents auteurs ayant contribué jusqu'ici au développement de la théorie de l'enracinement prédisent des effets contradictoires de ces stratégies sur la performance des firmes. Cette hétérogénéité, cependant, ne nous semble pas préjudiciable à l'intérêt des travaux présentés, elle ne fait que rendre compte de la complexité du domaine étudié, des difficultés à l'appréhender et de la nécessité d'en approfondir la connaissance.

L'objectif de notre recherche est de proposer un modèle susceptible de contribuer à une meilleure compréhension des mécanismes explicatifs de cet enracinement, et notamment d'en évaluer les effets bénéfiques ou négatifs sur la performance des entreprises tunisiennes. Ainsi, nous avons concentré notre travail sur le choix de deux indicateurs de performance, à savoir le rendement sur actif (ROA) et le rendement sur capitaux propres (ROE).

Dans ce qui suit, une première section concernera le cadre théorique et les hypothèses de recherche. Une deuxième section consistera à traiter des aspects méthodologiques. L'analyse et la discussion de nos résultats font l'objet de la troisième section. La conclusion résume

les principaux résultats de cette recherche, en rappelle les limites et présente des ouvertures.

I- Cadre théorique et hypothèses

Le gouvernement d'entreprise concerne la conduite de l'entreprise (ou d'autres entités) par le conseil d'administration et les rapports entre celui-ci, la gestion de l'entreprise et les actionnaires. Il s'agit de l'organisation du pouvoir au sein d'une société ou d'une entreprise visant un meilleur équilibre entre les instances de direction, les instances de contrôle et les actionnaires ou sociétaires. Ce système de gestion des entreprises a pour objectif de redonner le pouvoir aux actionnaires, par rapport au conseil d'administration et aux dirigeants.

On peut relever l'existence de deux modèles organisationnels du gouvernement d'entreprise : le modèle «shareholders» qui privilégie la place de l'actionnaire et le modèle «stakeholders» qui défend une vision de l'entreprise respectant les intérêts de toutes les parties prenantes (Pornsit J. et al, 2012).

En effet, dans les théories fondatrices de la gouvernance des entreprises, le rôle du dirigeant apparaît très discret, voire absent. Une fois évoquées les divergences d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires et la possibilité d'opportunisme, l'attention est principalement portée sur l'identification des mécanismes externes ou internes permettant de discipliner le dirigeant. Ainsi, les comportements opportunistes des dirigeants nous amènent à prendre en considération la problématique de l'enracinement des dirigeants en tant que partie intégrante de la gouvernance d'entreprise.

En effet, l'enracinement consiste pour les dirigeants à valoriser (pour eux-mêmes) leur

présence au sein de l'entreprise en rendant coûteuse leur révocation et en réduisant ainsi leur risque de remplacement. Le dirigeant adoptera alors des stratégies d'enracinement lui permettant de se rendre indispensable aux yeux des actionnaires (Frédéric Parrat, 1999). Ces stratégies d'enracinement occupent une place importante dans le comportement du dirigeant et influencent souvent la performance de la firme à travers les décisions des dirigeants ainsi qu'à travers la manipulation des systèmes de contrôle. Ainsi, nous proposerons d'analyser, dans ce qui suit, ces stratégies d'enracinement et leur impact sur la performance de l'entreprise. Nous nous intéressons particulièrement à quatre stratégies : la politique d'investissement, la politique de financement et les deux systèmes de gouvernance, à savoir la structure de propriété et la structure du conseil d'administration.

1. La politique d'investissement

1.1. Les investissements spécifiques

La première forme détectée de l'enracinement est apparue avec les investissements spécifiques. Ces derniers peuvent s'appuyer sur des dépenses de recherche et de développement (R&D) ou d'autres actifs intangibles difficilement valorisables par le marché.

Schleifer et Vishny (1989) précisent que cette stratégie d'enracinement par les investissements spécifiques a deux effets négatifs ; elle conduit, d'une part, à une politique d'investissement sous-optimale - la valeur de l'entreprise est inférieure à ce qu'elle serait sans un tel comportement des dirigeants - et, d'autre part, à un transfert de richesse des actionnaires au profit des dirigeants.

Castanias et Helfat (1992) montrent dans leur modèle que les dirigeants, grâce à leurs investissements spécifiques, sont incités à

dégager des rentes et des quasi-rentes pour s'enraciner, et que les différents partenaires de la firme profitent aussi de cette situation. Ils supposent également que l'incitation des dirigeants à créer de la valeur est liée à leur capacité à s'approprier de cette dernière et leur capacité à s'enraciner.

Les éléments apportés par la littérature sont donc contradictoires et conduisent à formuler la double hypothèse suivante :

H1a (b) : L'existence de l'investissement spécifique dans la firme influence négativement (positivement) sa performance.

1-2. La diversification

La stratégie de diversification peut répondre à un objectif d'enracinement du dirigeant. Celui-ci pourrait recourir à des surinvestissements dans des activités où il détient un avantage comparatif important de façon à rendre difficile son remplacement par un autre dirigeant (Shleifer et Vishny 1989).

Caves (1981) suppose une relation linéaire et positive entre diversification et performance. Par contre, dans sa revue de la littérature, C. Montgomery [1994] conclut que les dirigeants choisissent la stratégie de diversification en tant que méthode pour accroître leur richesse personnelle. Par conséquent, ils poursuivent l'expansion de la firme par la diversification de ses activités pour réduire le risque de l'entreprise, et finalement pour sécuriser leur poste. Cette théorie prédit l'existence d'une relation négative entre la diversification et la performance de la firme. Par conséquent, nous faisons l'hypothèse que :

H2a (b) : La relation entre la diversification et la performance devrait être positive (négative).

2. La politique de financement

2.1. L'autofinancement

La littérature souligne le risque accru d'enracinement provoqué par une stratégie du dirigeant cherchant à privilégier l'autofinancement. Ce choix peut être interprété comme un facteur supplémentaire de contrôle des ressources en faveur du dirigeant et au détriment des actionnaires (Jensen et Meckling 1976, Jensen 1986, John, K et al. 2009).

Dans la théorie du free cash flow, l'autofinancement a un rôle négatif : les dirigeants qui disposeraient de possibilités d'autofinancement abondantes seraient incités à les gaspiller. Le plus souvent, l'autofinancement est vu de façon suspecte, associé à un enracinement des dirigeants aux conséquences négatives pour les actionnaires (Hansmann, 1996).

Par contre, pour justifier positivement le rôle de l'autofinancement, Charreaux (2002) insiste, d'une part, sur l'irréalisme du modèle du Free Cash Flow, d'autre part, il estime que le degré d'autofinancement d'un projet devrait constituer un signal favorable au lieu d'un signal défavorable, puisque l'autofinancement permet au dirigeant de mieux développer et valoriser son capital humain par un enracinement positif. D'où l'hypothèse suivante :

H3a (b) : Il existe un lien négatif (positif) entre le degré d'autofinancement et la performance de la firme.

2.2. L'endettement

L'endettement est une variable politique au cœur de la gouvernance financière. Malgré qu'il soit considéré dans la littérature financière comme un outil de contrôle des dirigeants (Jensen et Meckling 1976), le recours à l'endettement permet de créer un avantage

concurrentiel du réseau comme apporteur d'une ressource essentielle pour le fonctionnement de l'entreprise. Ainsi, les dirigeants insuffisamment contrôlés peuvent recourir à l'endettement pour s'enraciner davantage dans leurs fonctions. L'endettement pourrait alors devenir un levier d'enracinement.

Grossman et Hart (1980) estiment que les dirigeants ont un intérêt à augmenter le niveau de l'endettement, étant donné qu'il peut non seulement favoriser la croissance, mais aussi augmenter la valeur de marché des actions grâce aux effets d'incitation.

Chapuis et Paquerot (2003), dans leurs recherches menées en France, voient qu'il peut apparaître un risque de collusion entre la direction de l'entreprise et ses créanciers, ce qui va être supporté par les autres partenaires de la firme. L'endettement pourrait devenir dans ce cas un levier d'enracinement qui, dans l'hypothèse d'incompatibilité avec l'efficacité, pourrait conduire à la destruction de valeur. D'où :

H4a (b) : Il existe un lien positif (négatif) entre le taux d'endettement de l'entreprise et sa performance.

3. La structure de propriété

3.1. La dispersion du capital

Le dirigeant peut agir sur la structure du capital de façon à avoir la liberté de pratiquer la politique qui augmente ses avantages personnels. Ainsi, selon la théorie de l'agence, lorsque la structure de propriété est diluée, les actionnaires individuels ne sont pas incités à contrôler et à exercer une discipline sur le dirigeant. Ce dernier est donc libre de toute contrainte et privilégie ses intérêts personnels, protège son capital personnel du risque (Amihud et Lev 1981) et s'enracine aux dépens des actionnaires (Shleifer et Vishny 1989).

L'effet de la dispersion du capital sur la performance de la firme est théoriquement complexe et empiriquement ambigu. En fait, de nombreuses études ont trouvé une influence négative de la présence d'actionnaires minoritaires sur la performance. Alors que d'autres travaux tendent à montrer un lien positif entre la valeur du marché des capitaux propres et la dispersion de l'actionnariat.

Néanmoins, comme cette relation entre la dispersion de la propriété et la performance de l'entreprise n'est pas tranchée sur le plan théorique, nous sommes contraints de poser deux hypothèses de recherche sur cet élément d'analyse :

H5a (b) : La dispersion du capital affecte négativement (positivement) la performance de l'entreprise.

3.2. La propriété managériale

Dans la thèse de l'enracinement, G. Charreaux [1997] remarque que les dirigeants qui possèdent une fraction importante du capital de l'entreprise peuvent utiliser leurs droits de vote pour s'enraciner et deviennent, de ce fait, de plus en plus difficiles à révoquer.

Jensen et Meckling (1976) pensent que plus la part du capital détenue par les dirigeants est importante, plus les divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants sont faibles. D'où l'hypothèse de convergence des intérêts qui suggère que la valeur de la firme augmente si le pourcentage du capital détenu par des managers croît.

Par contre, selon Morck et al. (1988) et Stulz (1988), la détention d'une fraction élevée d'actions par les dirigeants ne garantit pas nécessairement une plus grande création de valeur pour l'ensemble des actionnaires. En

effet, les dirigeants ayant des parts importantes dans la propriété peuvent privilégier leurs intérêts personnels et font passer la maximisation de la valeur de l'entreprise au second plan. Nous pouvons lancer une sixième hypothèse :

H6a (b) : La performance de la firme est positivement (négativement) corrélée avec la part du capital détenue par le dirigeant.

4. Le conseil d'administration

4.1. La taille du conseil

Dans une perspective d'enracinement, les dirigeants, s'ils veulent augmenter les chances d'acceptation de leurs propositions ou réduire l'implication du conseil d'administration, ont intérêt à avoir de grands conseils. Les études de Yermack (1996) et de Pichard-Stamford (1998) ont révélé que les conseils de grande taille peuvent cacher des mécanismes d'enracinement. Selon Jensen (1993), lorsque la taille du conseil excède sept à huit membres, ces derniers ont moins de chance d'être efficaces, et ils sont plus faciles à contrôler pour le dirigeant.

La taille du conseil d'administration peut influencer la performance de l'entreprise. Ainsi, Pearce et Zahra (1992) ont mis en évidence une relation positive entre la taille du conseil d'administration et la performance. De même, Dalton et al (1998) (1) confirment cette relation et surtout pour les petites entreprises.

Par contre, selon Jensen (1993), l'efficacité du conseil d'administration passe notamment par le choix d'une taille appropriée de ce dernier. De même, l'étude de Pichard-Stamford (1998) a révélé que la performance comptable (rentabilité économique et financière) de

(1) Dalton D., Daily C., Ellstrand A. et Johnson J. (1998).

l'entreprise est attachée aux caractéristiques du conseil. Notamment les conseils de grande taille déprécient la performance comptable. Yermack (1996) conclut aussi qu'il existe une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise.

D'après cette divergence de la littérature, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H7a (b) : La taille élevée des conseils exerce une influence positive (négative) sur la performance des entreprises.

4.2. Présence d'administrateurs externes dans le conseil d'administration

Certains travaux ont démontré que les dirigeants peuvent légitimer leur enracinement via les conseils d'administration (Pichard-Stamford, 2000). La théorie de l'enracinement suggère que les dirigeants tenteront de paralyser les systèmes de contrôle de l'entreprise en mettant en place des administrateurs qui soutiendront leurs décisions [J.P. Pichard-Stamford 1998]. Elle prédit aussi que les administrateurs externes n'ont pas le pouvoir suffisant pour s'opposer aux stratégies des dirigeants.

Concernant l'existence d'un lien direct entre la proportion d'administrateurs externes au CA en tant que variable représentative de l'indépendance du CA et la performance, les résultats des travaux ne sont pas unanimes (Depret et Hamdouch, 2005). Rosentein et Wyatt (1990) trouvent que la désignation d'un administrateur externe conduit à un accroissement significatif de la valeur de l'entreprise. De même, Hermalin et Weisbach (1991) montrent que les firmes dont les performances se dégradent ont tendance à accroître le poids des administrateurs externes.

La théorie de l'enracinement postule que les différents modes de contrôle sont inefficaces

pour contrer les stratégies mises en œuvre par les dirigeants ; par suite, les administrateurs externes n'améliorent pas la performance de la firme. De même, Yermack (1996) trouve dans son étude que la performance des entreprises de son échantillon décroît avec le nombre d'administrateurs externes. Par conséquent, nous formulons l'hypothèse suivante :

H8a (b) : La proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration influe positivement (négativement) sur la performance de la firme.

4.3. Cumul de mandats de dirigeant et de président du conseil d'administration

Le cumul des fonctions de dirigeant d'entreprise et de Président du Conseil d'Administration tend à rendre peu objectives les décisions prises par ce dernier. Cette situation tend donc à renforcer de manière importante l'enracinement du dirigeant (de manière schématique, le dirigeant contrôle le mécanisme qui est censé le contrôler, ce qui provoque une inhibition importante du système de gouvernance).

Plusieurs travaux montrent que le cumul des fonctions de dirigeant et de président du CA augmente les problèmes d'agence et influe négativement sur la performance de la firme (Brown et Caylor, 2004 ; Frank, M. et al., 2009). Néanmoins, les défenseurs de la dualité, qui se rattachent principalement à la théorie de la «convergence» (2), avancent qu'elle devrait conduire à une performance supérieure car elle permet d'avoir un leadership engagé dans une

(2) Ou théorie du *stewardship* : théorie selon laquelle le dirigeant n'est pas opportuniste et agit dans l'intérêt de l'entreprise.

perspective de formulation et de mise en œuvre de la stratégie (3).

Boyd B.K. [1995] montre que la direction et l'ampleur de la relation dualité/performance varient selon l'environnement : la dualité peut influencer de façon positive la performance sous certaines conditions (dynamisme du secteur élevé) et négative dans d'autres circonstances (munificence du secteur élevée). Notre hypothèse liée à ce critère est double elle aussi :

H9a (b) : Le cumul des fonctions de décision et de contrôle affecte négativement (positivement) la performance de l'entreprise.

II- Méthodologie

1. Echantillon et mesure des variables

1.1. Présentation de l'échantillon et des sources d'informations

La population cible pour cette étude est celle des entreprises tunisiennes cotées sur la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (la BVMT). L'échantillon final se compose de 47 entreprises tunisiennes. Le tableau 1 (annexes) présentant la répartition des sociétés par secteur d'activité montre que notre échantillon est principalement dominé par les secteurs suivants : industriel, bancaire, financier non bancaire. Ces trois secteurs représentent 83% des sociétés composant notre échantillon.

Les données de l'étude ont été recueillies à partir des sources d'information suivantes :

- Les états financiers publiés dans le site de la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT), d'après le site www.bvmt.com.tn.

(3) Stoeberl P.A., Sherony B.C. [1985]; Anderson C.A., Anthony R.N. [1986].

- Des bilans et résultats des sociétés tunisiennes cotées disponibles sur le site Internet www.tustex.com.

- Des informations sur les états financiers des sociétés faisant APE qui sont disponibles au conseil du marché financier (CMF), suivant le site Internet www.cmf.org.tn.

1.2. Définition et mesure des variables retenues

- Rendement sur capitaux propres (**ROE**) : Cette mesure ex-post de performance comptable présente l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les fonds propres ou encore l'avoir des actionnaires. Il est mesuré par le ratio bénéfice net / capitaux propres.

- Rendement sur actif (**ROA**) : Ce ratio mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise ses actifs. Plusieurs approches sont utilisées pour mesurer la rentabilité économique. Nous avons identifié cette rentabilité (ROA) par le ratio bénéfice avant intérêts et impôts sur total de l'actif. Cette mesure a été également utilisée par Rajan et Zingales (1995) et Booth et al. (2001).

- L'investissement spécifique (**INVS**) : La variable de l'investissement spécifique est mesurée par le log de l'actif incorporel enregistré comptablement tels que les matériels informatiques et de communication, la recherche et le développement, les logiciels,...

- La diversification (**DIV**) : La diversification est mesurée par le nombre d'activités. Il s'agit d'une variable binaire qui prend la valeur de un si l'entreprise englobe un plus grand nombre d'activités, et zéro le cas échéant.

- L'autofinancement (**AUT**) : L'autofinancement d'une entreprise désigne le moyen de financement qu'elle a obtenu grâce à son activité.

L'autofinancement est mesuré par le log de la différence entre la capacité d'autofinancement et les dividendes.

- L'endettement (**ENDT**) : On mesure le ratio d'endettement par le rapport entre les dettes et l'actif total. Cette mesure est également utilisée par Agrawal et Knoeber (1996) et Fernandez et Arrondo (2002).

- La dispersion de la propriété (**DISK**) : Une firme a une propriété diffuse si elle ne possède aucun actionnaire qui détient plus de 20% des droits de vote. C'est une variable binaire qui prend la valeur de un si la propriété de la firme est diffuse et zéro le cas échéant.

- La propriété managériale (**DIGK**) : La part du capital détenu par le dirigeant est une variable dichotomique qui prend la valeur de un si le dirigeant possède des actions de la firme qu'il dirige et zéro le cas échéant.

- La taille du conseil d'administration (**TCA**) : Nous mesurons la taille du conseil d'administration par le rapport entre le nombre d'administrateurs du CA et le logarithme du total de l'actif de la firme.

- La présence d'administrateurs externes dans le CA (**ADEX**) : Il s'agit d'une variable binaire qui prend la valeur de un s'il existe un ou plusieurs membres externes dans le CA et zéro sinon. Nous considérons comme administrateurs externes ceux qui n'ont pas de liens hiérarchiques avec la direction et qui n'ont pas de liens familiaux apparents avec le président directeur général, le directeur général ou le président du conseil. Nous tenons à signaler que cette mesure n'est pas assez subtile car certains administrateurs externes peuvent, en réalité, être affiliés au dirigeant ; ce qui peut entacher

leur indépendance. Malheureusement, et par manque de données, nous n'avons pas pu vérifier l'existence d'autres affiliations.

- La position duale du dirigeant (**DUAL**) : Le cumul des rôles de directeur général et de président du conseil d'administration est mesuré par une variable dichotomique qui prend la valeur de un quand les deux postes sont occupés par une même personne et zéro le cas échéant. Cette mesure a été utilisée par plusieurs recherches antérieures, nous citons à titre d'exemple celles de Brickley et al (1997), Mak et Ong (1999) et Godard et Schatt (2000).

- Taille de la firme (**TAIL**) : La taille de l'entreprise est identifiée par le logarithme de la valeur comptable de l'actif total. Cette mesure est utilisée dans plusieurs études telles que celles de Mak et Ong (1999) et Godard (2001).

2. Spécification des modèles économétriques

2.1. Présentation des modèles

Nous rappelons que l'objectif de cette recherche est d'appréhender l'impact des différentes stratégies d'enracinement que peut suivre un dirigeant sur la rentabilité tant économique que financière de la firme tunisienne. Pour répondre à notre objectif, nous proposons d'estimer les deux régressions linéaires multiples suivantes :

Modèle 1 :

$$ROE_{i,t} = a_0 + a_1 INVS_{i,t} + a_2 DIV_{i,t} + a_3 AUT_{i,t} + a_4 ENDT_{i,t} + a_5 DISK_{i,t} + a_6 DIGK_{i,t} + a_7 TCA_{i,t} + a_8 ADEX_{i,t} + a_9 DUAL_{i,t} + a_{10} TAIL_{i,t} + \varepsilon_{1,i,t}$$

Modèle 2 :

$$ROA_{i,t} = b_0 + b_1 INVS_{i,t} + b_2 DIV_{i,t} + b_3 AUT_{i,t} + b_4 ENDT_{i,t} + b_5 DISK_{i,t} + b_6 DIGK_{i,t} + b_7 TCA_{i,t} + b_8 ADEX_{i,t} + b_9 DUAL_{i,t} + b_{10} TAIL_{i,t} + \varepsilon_{2,i,t}$$

Avec :

$i : 1, 2, 3, \dots, 47$ (ce qui correspond au nombre d'entreprises de notre échantillon).

t : représentant la période d'étude allant de 1 à 6.

Nous avons inclu dans les deux régressions la variable de contrôle taille de la firme qui est mesurée par le logarithme du total de ses actifs comptables. La prise en compte des variables de contrôle se justifie principalement par le fait qu'elles peuvent conditionner et/ou expliquer les comportements des dirigeants dans les choix stratégiques opérés. En effet, une taille importante des firmes suppose une complexité croissante des rouages de la firme qui est à même de favoriser l'enracinement des dirigeants (Finet et Labelle, 2004).

III- Résultats empiriques

1. Statistiques descriptives

Pour la constitution de l'échantillon, nous avons retenu neuf variables explicatives représentant des leviers d'enracinement pour les dirigeants, une variable de contrôle et deux variables à expliquer mesurant la performance des firmes tunisiennes. Ces variables sont présentes pendant la période d'observation 2005-2010, et ont fourni toutes les informations nécessaires à la spécification de la relation enracinement-performance.

Le tableau 3 (voir annexes) présente les statistiques descriptives concernant les variables retenues dans l'analyse. (Minimum, maximum, moyenne, écart-type et type de variable).

Concernant les variables explicatives (leviers d'enracinement), on remarque bien que la

majorité des dirigeants des entreprises de l'échantillon ne détiennent pas une part du capital de leur entreprise : la moyenne de DIGK est égale à 0,255. Ce résultat est proche de celui de Mtanios et Paquerot (1999), qui trouvaient une très faible part du capital détenue par les dirigeants (75% détenaient moins de 1%).

Dans 67% des entreprises de l'échantillon, le dirigeant est dans une position «duale» où il est à la fois président du conseil d'administration et directeur général, et 83,7% de ces conseils sont composés d'administrateurs externes.

Pour la variable diversification, on note que 61,2% des entreprises de notre échantillon diversifient leur activité. De même, la majorité des entreprises possèdent une structure de propriété concentrée, étant donné que 24,4% seulement de ces entreprises ont une propriété dispersée.

2. Résultats et implications

Dans ce qui suit, nous allons traiter la présentation et l'interprétation des résultats obtenus. Mais avant de procéder aux tests des hypothèses et à l'interprétation des résultats des coefficients de régression, il est intéressant de vérifier la qualité globale de la régression ; ce qui permet d'estimer la force et la significativité de la liaison entre les variables à expliquer et les variables explicatives. La qualité globale est vérifiée à partir du coefficient de détermination R^2 ajusté, qui est beaucoup plus important pour le modèle 2 que pour le modèle 1 (37% contre 27,6% pour le 1^{er} modèle). Nous présentons, ci-dessous, les résultats obtenus à l'aide du logiciel Eviews.

2.1. Interprétation des résultats du modèle 1

Tableau 4 : Variable dépendante : la rentabilité financière (ROE)

Résultats du modèle 1		
Variables	Coefficient	t-Statistic
Constante	-0,048188	(-0,400016)
INVS	0,011445	(0,777397)
DIV	0,030176	(0,993107)
AUT	0,085394	(7,876756)***
ENDT	-0,210300	(-4,110928)***
DISK	-0,058715	(-1,945526)*
DIGK	0,025285	(0,722208)
TCA	0,026773	(0,710881)
ADEX	0,005798	(0,128840)
DUAL	-0,025979	(-0,925729)
TAIL	-0,024708	(-1,962394)*
R ² ajusté = 27,602% * t significatif au seuil de 10%. *** t significatif au seuil de 1%.		

Sur l'ensemble des variables explicatives (leviers d'enracinement) présentées dans ce tableau, seulement l'autofinancement, l'endettement et la dispersion du capital montrent une relation significative avec la performance de la firme mesurée par le rendement sur capitaux propres (ROE).

En effet, Il existe une relation positive et significative (au seuil de 1%) entre l'autofinancement et la rentabilité financière de la firme. Ce résultat confirme les recherches de Charreaux (2002), Donaldson et Davis (1991) sur le rôle joué par l'autofinancement et son effet

positif sur la performance de l'entreprise, grâce à la liberté donnée au dirigeant dans le choix de ses décisions stratégiques.

De même, Parmi les indicateurs de l'enracinement que nous avons proposés d'étudier est la politique d'endettement. Cette variable présente une relation négative et significative (seuil < 1%) à la performance actionnariale et corrobore ainsi notre hypothèse H4b. Ceci s'explique par le fait que l'endettement peut faire apparaître un risque de collusion entre la direction de l'entreprise et ses créanciers.

Enfin, la dispersion du capital influence négativement et significativement (au seuil de 10%) la rentabilité financière de l'entreprise tunisienne. Cette relation corrobore ainsi notre hypothèse H5a (et rejette donc H5b). Ceci peut être expliqué par l'absence de contrôle engendré par une telle structure de propriété, ce qui augmentera, donc, la marge de manœuvre du dirigeant qui s'enracine aux dépens des actionnaires et prend des décisions opportunistes qui vont à l'encontre de leurs intérêts.

2.2. Interprétation des résultats du modèle 2

Tableau 5 : Variable dépendante : La rentabilité économique (ROA)

Résultats du modèle 2		
Variables	Coefficient	t-Statistic
Constante	0,081438	(2,542028)**
INVS	0,006978	(1,782417)*
DIV	-0,013649	(-1,689067)*
AUT	0,015879	(5,507573)***
ENDT	-0,081603	(-5,998230)***

Résultats du modèle 2		
DISK	-0,023184	(-2,888677)***
DIGK	0,011879	(1,275880)
TCA	0,018167	(1,813800)*
ADEX	-0,010357	(-0,865344)
DUAL	0,006888	(0,922910)
TAIL	-0,016688	(-4,984024)***
R ² ajusté = 37,009%		
* t significatif au seuil de 10%.		
** t significatif au seuil de 5%.		
*** t significatif au seuil de 1%.		

L'estimation des coefficients des facteurs de la fonction d'enracinement dans la deuxième régression est plus significative que celle de la première régression. En effet, les variables explicatives mesurant la politique d'investissement (INVS, DIV), la politique de financement (AUT, ENDT) et le système de contrôle (DISK, TCA) sont toutes significatives lorsqu'elles sont reliées à la rentabilité économique de l'entreprise tunisienne.

En effet, le test met en évidence une liaison positive et significative (au seuil de 10%) entre la réalisation d'investissements spécifiques par le dirigeant et le rendement sur actif de la firme tunisienne (ROA), et ceci grâce aux rentes dégagées par ce type d'investissement ; ce qui corrobore notre hypothèse H1b (et rejette par conséquent H1a).

Cependant, l'enracinement via la stratégie de diversification a un effet négatif et significatif, mais au seuil de 10%. Cette stratégie est utilisée par les dirigeants des entreprises tunisiennes afin d'accroître leurs prélèvements au sein de la firme et de profiter du pouvoir et du prestige

procuré par le contrôle d'un montant d'actifs plus élevé.

Comme pour le modèle 1, le modèle 2 montre que la variable autofinancement influence, positivement et de façon significative, au seuil de 1%, la rentabilité économique des entreprises tunisiennes. Ce résultat confirme l'hypothèse selon laquelle l'autofinancement peut être également une condition nécessaire à la création de valeur, en élargissant l'espace des choix des dirigeants et en accroissant leur motivation.

L'endettement exerce une influence négative et significative (au seuil de 1%) sur la performance économique des entreprises tunisiennes, ce qui corrobore l'hypothèse de Myers (1977) sur l'effet néfaste de cette stratégie pratiquée par les dirigeants afin de détourner ces ressources vers des projets à haut risque pour ainsi entraîner en leur faveur un transfert de richesse au détriment des créanciers. Cette stratégie va souvent à l'encontre de l'intérêt des partenaires de la firme.

De même, la variable dispersion du capital influence négativement et de façon significative, au seuil de 1% la rentabilité économique de la firme tunisienne. Ce résultat est en accord avec celui de Charreaux (1997) et Singh, M. et al. (2003).

En Tunisie, la taille du conseil d'administration a une influence positive sur la performance de l'entreprise, étant donné que le coefficient associé à cette variable est positif et significatif au seuil de 10% ; ce qui signifie qu'un conseil d'administration composé d'un nombre élevé d'administrateurs est capable de surveiller les comportements du dirigeant dans la mesure où il est difficile pour ce dernier de prendre des décisions qui divergent avec les intérêts de la firme.

Les résultats des deux régressions montrent que la taille de la firme (TAIL), mesurée par le logarithme du total de l'actif, a un impact négatif et significatif (au seuil de 1%) sur la rentabilité de l'entreprise. Les résultats obtenus par cette variable laisse entendre que la taille de l'entreprise est une variable déterminante dans le cadre de la modélisation de la performance tant économique que financière de l'entreprise tunisienne.

Pour les deux régressions, nous remarquons que les variables propriété managériale (DIGK), présence d'administrateurs externes dans le conseil (ADEX) et la position duale du dirigeant (DUAL) ne sont pas reliées significativement à la performance de la firme. Une relation non significative pourrait signifier soit une absence de relation, soit l'existence d'une relation non linéaire, telle qu'une relation avec un effet de seuil. Nous devons donc rejeter les hypothèses H6, H8 et H9 (a et b).

Conclusion

L'objectif de cette recherche était d'analyser l'impact des stratégies d'enracinement des dirigeants sur la performance des entreprises dans le contexte tunisien. Plus précisément, nous avons examiné l'effet de l'enracinement sur la performance comptable, mesurée par deux types d'indicateurs qui sont : le rendement sur capitaux propres (ROE) et le rendement sur actifs (ROA), pour un échantillon de 47 entreprises tunisiennes sur une période allant de 2005 à 2010.

Sur le plan théorique, nous avons analysé les stratégies et les leviers utilisés par les dirigeants afin de s'enraciner au sein de leur entreprise. Nous avons pour cela identifié les différents déterminants de l'enracinement qui se manifestent, d'un côté, à travers les décisions

d'investissement et de financement et, de l'autre côté, à travers le système de contrôle.

Notre revue de littérature révèle que l'ensemble des stratégies d'enracinement des dirigeants paraît avoir des effets contradictoires. En effet, la majorité des travaux trouvent des résultats contradictoires en ce qui concerne les effets de chaque type de stratégie sur la performance de la firme.

À la lumière des éléments de base théoriques, nous avons formulé 9 hypothèses que nous avons testées sur un échantillon de 47 entreprises tunisiennes cotées. Pour cela, nous avons opérationnalisé les dimensions d'analyse en construisant un ensemble de variables représentatives de l'enracinement managérial. Nous avons ensuite mené des tests de validation empirique relatifs à l'étude de l'effet des stratégies d'enracinement sur la performance des entreprises tunisiennes. Ces tests statistiques ont permis d'apporter les résultats significatifs suivants :

- La stratégie de diversification, l'endettement et la dispersion du capital affectent négativement la performance des entreprises tunisiennes.
- L'investissement spécifique, l'autofinancement et la taille du conseil d'administration ont une incidence positive sur la performance.

L'aboutissement à ces résultats illustre la difficulté persistante d'appréhender le sens de la relation enracinement-performance. L'enracinement des dirigeants n'a pas que des effets négatifs sur la performance dans le contexte tunisien, étant donné que certains leviers d'enracinement exercent une influence positive sur la performance des firmes tunisiennes. Le sens de cette relation dépend des leviers adoptés par les dirigeants.

Annexes

Tableau 1 : Répartition des entreprises selon leurs secteurs d'activité

Secteur	Nombre
Entreprises industrielles	14
Banques	12
Institutions financières non bancaires (IFNB)	13
Entreprises commerciales	3
Entreprises de services	5
Total	47

Tableau 2 : Description des variables de notre échantillon

	ROE	ROA	INVS	DIV	AUT	ENDT
Mean	0.079864	0.038681	1.189322	0.612403	3.295628	0.379868
Median	0.101650	0.023300	1.000000	1.000000	3.494705	0.338800
Maximum	0.674000	0.459500	4.048636	1.000000	5.157342	1.091000
Minimum	-2.439000	-0.181100	0.000000	0.000000	0.000000	0.002000
Std. Dev.	0.226783	0.064657	1.226532	0.488149	1.166237	0.283511

	DISK	DIGK	TCA	ADEX	DUAL	TAIL
Mean	0.244186	0.255814	1.835131	0.837209	0.670543	5.434569
Median	0.000000	0.000000	1.905429	1.000000	1.000000	4.888383
Maximum	1.000000	1.000000	2.710789	1.000000	1.000000	8.619691
Minimum	0.000000	0.000000	0.732732	0.000000	0.000000	3.954011
Std. Dev.	0.430439	0.437166	0.446810	0.369892	0.470930	1.178814

Tableau 3 : Résultats du modèle 1

(Variable dépendante : ROE)

Dependent Variable : ROE
Method : Least Squares
Date : 04/28/07 Time : 23:07
Sample : 1 258
Included observations : 258

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.048188	0.120466	-0.400016	0.6895
INVS	0.011445	0.014722	0.777397	0.4377
DIV	0.030176	0.030385	0.993107	0.3216
AUT	0.085394	0.010841	7.876756	0.0000
ENDT	-0.210300	0.051156	-4.110928	0.0001
DISK	-0.058715	0.030179	-1.945526	0.0528
DIGK	0.025285	0.035010	0.722208	0.4709
TCA	0.026773	0.037662	0.710881	0.4778
ADEX	0.005798	0.045005	0.128840	0.8976
DUAL	-0.025979	0.028063	-0.925729	0.3555
TAIL	-0.024708	0.012591	-1.962394	0.0508
R-squared	0.304195	Mean dependent var		0.079864
Adjusted R-squared	0.276025	S.D. dependent var		0.226783
S.E. of regression	0.192962	Akaike info criterion		-0.410946
Sum squared resid	9.196891	Schwarz criterion		-0.259463
Log likelihood	64.01199	F-statistic		10.79847
Durbin-Watson stat	1.321599	Prob (F-statistic)		0.000000

Tableau 4 : Résultats du modèle 2

(Variable dépendante : ROA)

Dependent Variable : ROA				
Method : Least Squares				
Date : 04/28/07 Time : 23:14				
Sample : 1 258				
Included observations : 258				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.081438	0.032037	2.542028	0.0116
INVS	0.006978	0.003915	1.782417	0.0759
DIV	-0.013649	0.008081	-1.689067	0.0925
AUT	0.015879	0.002883	5.507573	0.0000

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ENDT	-0.081603	0.013604	-5.998230	0.0000
DISK	-0.023184	0.008026	-2.888677	0.0042
DIGK	0.011879	0.009311	1.275880	0.2032
TCA	0.018167	0.010016	1.813800	0.0709
ADEX	-0.010357	0.011969	-0.865344	0.3877
DUAL	0.006888	0.007463	0.922910	0.3570
TAIL	-0.016688	0.003348	-4.984024	0.0000
R-squared	0.394600	Mean dependent var		0.038681
Adjusted R-squared	0.370090	S.D. dependent var		0.064657
S.E. of regression	0.051316	Akaike info criterion		-3.059923
Sum squared resid	0.650437	Schwarz criterion		-2.908440
Log likelihood	405.7300	F-statistic		16.09948
Durbin-Watson stat	0.915735	Prob (F-statistic)		0.000000

Bibliographie

• Alexandre H., Paquerot M., (2000), «Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants», Finance, Contrôle, Stratégie, Vol. 3, n° 2, pp. 5-29.

• Berger P.G., Ofek E., (1995), «Diversification's effect on firm value», Journal of Financial Economics, Vol. 37, pp. 39-65.

• Carminatti-Marchand G., (1999), «Gouvernance d'entreprise et performance, l'influence du comportement du conseil d'administration», Journées Internationales de l'AFFI, Juin.

• Charreaux G., (1991), «Structures de propriété, relation d'agence et performance financière», Revue Economique, n° 3, pp. 521-532.

• Charreaux G., (1996), «Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises», Revue Française de Gestion, n° 111, pp. 50-64.

• Charreaux G., (1997), «Le Gouvernement des Entreprises, corporate governance : théories et Faits», Economica, Paris.

• Charreaux G., (1998), «La mesure de performance des entreprises», Banque et Marchés, n° 34, Mai-Juin, pp. 46-51.

• Charreaux G., Pitol-Belin J.P., (1992), «Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires», Revue Française de Gestion, n° 87, Janvier-Février, pp. 84-92.

• Denis D.J., Denis D.K. et Sarina A., (1997), «Ownership structure and top executive turnover», Journal of Financial Economics, Vol. 45, pp. 193-221.

• Donaldson L., Davis J.H., (1991), «Stewardship Theory or Agency Theory : CEO Governance and Shareholders Returns», Australian Journal of Management, Vol. 16, n° 1, pp. 49-64.

• ElAouadi A., (2001), «Les stratégies d'enracinement des dirigeants d'entreprise : Le cas Marocain», Working paper n° 599, IAE d'Aix-Marseille.

• Frank M., Goyal V., (2009), «Capital structure decisions : Which factors are reliably important ?», Financial Management, 38, pp. 1-37.

• Finet A., (2001), «Essai d'analyse du rôle de l'endettement dans le gouvernement d'entreprise : le cas de la Belgique», Actes du 18^{ème} Congrès de l'Association Française de Finance.

• Finet A., Labelle R., (2002), «Analyse des effets boursiers suite aux changements de dirigeants : le cas

des entreprises du NASDAQ et de l'OTC depuis Mars 2000», Communication au Colloque de l'Association Francophone de Comptabilité, Louvain-La-Neuve.

• Gharbi H., (2002), «*Enracinement des dirigeants : Une revue de la littérature*», Working paper, Paris-Dauphine.

• Gharbi H., (2004), «*Vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants*», 13^{ème} Conférence de l'AIMS, Normandie, Juin 2004.

• Gharbi H., (2005), «*Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants*», 14^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, AIMS 2005.

• Godard L., (2001), «*La taille du conseil d'administration : déterminants et impacts sur la performance*», Cahier du FARGO n° 1010702, Université de Franche-Comté.

• Guermazi A., (2006), «*Enracinement des dirigeants : Cas de la Tunisie*», 15^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Annecy, Genève 13-16 Juin 2006.

• Harris D., Helfat C., (1998), «*CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory: Commentary and Research Agenda*», Strategic Management Journal, Vol. 19, n° 9, pp. 901-904.

• Heejung Y., (2012), «*Impacts of the board of directors and ownership structure on consolidation strategies in shipping industry*», the Asian Journal of Shipping and Logistics, Volume 28, Number 1, pp. 19-40.

• Hirshleifer D., (1993), «*Managerial reputation and corporate investment decisions*», Financial Management, Vol. 22, n° 2, pp. 145-160.

• John K., Litov L.P., (2009) «*Corporate governance and financing policy : New evidence*», Working paper. St. Louis : Washington University.

• Morck R., Shleifer A. et Vishny W., (1988), «*Management Ownership and Market Valuation*», Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 293-315.

• Nekhili M., (2000), «*La fonction R & D et la latitude managériale : une analyse théorique*», Finance, Contrôle, Stratégie, Vol. 3, n° 1, pp. 5-28.

• Pigé B., (1998), «*Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires*», Finance, Contrôle, Stratégie, Vol. 1, n° 3, pp. 131-158.

• Pornsit J., Jang-Chul K., Young Sang K., (2012), «*Capital structure and corporate governance quality : Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS)*», International Review of Economics & Finance, vol. 22 (1), pp. 208-221.

• Romieu N., Sassenou N., (1996), «*Quels liens établir entre la structure d'actionnariat de la firme et ses performances économiques et financières*», Caisse de dépôts et consignation, n° 96-01.

• Schleifer A., Vishny R.W., (1989), «*Management Entrenchment : The Case of Managers Specific Investments*», Journal of Financial Economics, Vol. 25, n° 1, pp. 123-139.

• Short H. (1994), «*Ownership, Control, Financial Structure and The Performance of Firms*», Journal of Economic Surveys, Vol. 8, n° 3, pp. 203-249.

• Singh M., Davidson W.N., (2003), «*Agency costs, ownership structure, and corporate governance mechanisms*», Journal of Banking and Finance, 27, pp. 793-816.

La perception de l'utilité de l'information volontaire dans les rapports annuels par les analystes financiers tunisiens

Remerciement :

L'auteur tient à remercier son directeur de thèse le Professeur Hamadi MATOUSSI pour ses recommandations et ses remarques pertinentes.

L'émergence de nombreux changements liés à l'environnement informationnel sur la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et le développement de la gouvernance d'entreprise ont mis en avant le rôle stratégique qu'occupe actuellement la divulgation volontaire (DV) dans les rapports annuels (RA) en Tunisie. Dans le cadre de ce papier de recherche, nous analysons la perception de l'utilité de la (DV) dans les (RA) auprès des analystes financiers et les gestionnaires de portefeuilles (AFGP).

Globalement, les résultats reflètent que le (RA) de gestion est utile à la prise de décision des (AFGP) et qu'il leur fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les autres sources d'informations. De plus, les résultats révèlent que les (AFGP) perçoivent que certaines informations volontaires sont plus utiles que d'autres.

Mots clés : divulgation volontaire (DV), rapport annuel (RA), perception de l'utilité, analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles (AFGP).

Introduction

La divulgation d'information dans le rapport annuel de gestion est une forme de présentation d'information qui n'est pas encore rigoureusement réglementée, ce qui rend utile les recherches dans ce domaine [Gibbins et Pomeroy (2006)].

Dans la partie « narrative » du rapport annuel, chaque entreprise peut se présenter à sa façon, exprimer sa propre image et se différencier par rapport aux autres entreprises. Ainsi, la divulgation volontaire semble constituer un moyen efficace pour faciliter la transformation de l'information privilégiée en information publique, ce qui a pour effet de réduire l'asymétrie informationnelle entre les différents investisseurs et entre les dirigeants et les investisseurs. Cette divulgation volontaire va bien au-delà de la réalisation des objectifs financiers et économiques de l'entreprise ; elle a pour objectif de contribuer à lui fournir une image forte et à constituer ce capital incorporel dont ont besoin les acteurs financiers : la confiance. Dans ce sens, les études de Barron, Kile et O'Keefe, (1999), de Clarkson, Kao et Richardson (1999) et de Healy, Hutton et Palepu (1999) soutiennent l'idée que les choix de l'entreprise en matière de divulgation volontaire peuvent influencer l'appréciation de sa situation par les acteurs externes et par la suite leur prise de la décision

d'investissement. En effet, les besoins de ces acteurs en informations volontaires ne cessent de se diversifier et de se raffiner. Donc, les entreprises doivent faire face à ce besoin intense et croissant d'informations.

Les informations volontaires contenues dans le rapport annuel devraient revêtir une importance incontournable aux yeux des investisseurs et des analystes financiers [Ho et Wong (2004), Robert, Turmel, Morineau, Précourt, Rochefort et Ruel (2001) et Raffournier (1995)] ; mais aucune étude (à notre connaissance) sur leurs besoins en informations volontaires n'a été menée dans le contexte tunisien. Le choix d'étudier le terrain tunisien est motivé par le fait que l'environnement économique-juridique de ce pays a subi des réformes majeures pendant ces dernières années (publication par l'institut arabe des chefs d'entreprises du guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes (1) en 2008 et du guide du rapport annuel des entreprises tunisiennes (2) en 2009). Il est à souligner que la Tunisie est un pays en voie de développement, à marché boursier émergent, où les actionnaires minoritaires sont faiblement protégés et où la divulgation économique constitue un domaine faiblement réglementé (malgré la promulgation de la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières).

De plus, l'information qui est aujourd'hui divulguée volontairement est susceptible d'être obligatoire demain (lors du passage éventuel au référentiel international comptable IFRS). Ayant eu auparavant un rôle mineur dans le reporting externe de l'entreprise, la divulgation volontaire participe désormais activement au processus de

prise de décision des utilisateurs externes des rapports annuels. Cette évolution a cependant créé de nouvelles attentes de ces derniers.

Le constat sur lequel se base cette étude est la véritable crise de confiance que les utilisateurs externes des rapports annuels en Tunisie éprouvent suite à leur insatisfaction aux divulgations volontaires dans ces rapports [Yaich (2006), Bhibah (2007), Madani et Sammari (2009) et Abid (2009)]. Notre objectif est alors de mettre en exergue l'utilité perçue par les analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles tunisiens des informations divulguées volontairement dans les rapports annuels.

L'atteinte de notre objectif soulève une difficulté majeure vu que les besoins en informations des utilisateurs des rapports annuels sont mal définis dans la littérature. Plus précisément, de nombreuses recherches s'accordent sur le besoin de plus de transparence, mais elles n'offrent pas de référentiel détaillé aux entreprises sur les informations à divulguer volontairement. Pour répondre à notre objectif, nous avons mené une enquête, par questionnaire auprès d'un échantillon de 40 analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles tunisiens. Puis, nous avons effectué une série d'analyses univariées (analyses de fréquences) et multivariées (analyses de variance multivariée, analyses factorielles et de classifications).

L'apport de notre recherche est principalement de caractère contextuel et se manifeste par l'identification des besoins en informations volontaires des utilisateurs externes des rapports annuels en Tunisie. Plus spécifiquement, cette recherche pourrait éclairer le dirigeant de l'entreprise quant à l'intérêt d'élargir et de diversifier les informations contenues dans les

(1) Désormais GBPGET (2008).

(2) Désormais GRAET (2009).

rapports annuels de gestion selon les besoins de leurs utilisateurs externes.

Le présent papier de recherche est organisé comme suit : le titre 1 présentera le contexte de l'étude, le deuxième titre sera consacré à la présentation de la revue de la littérature. La méthodologie sera exposée dans le titre 3. Enfin, le quatrième titre discutera les résultats obtenus.

1. Contexte de l'étude

La Tunisie est un pays émergent nord-africain qui appartient à la zone MENA dont l'environnement du reporting financier a subi des mutations majeures ces dernières années.

1.1. Dispositions légales et cadre réglementaire du rapport de gestion en Tunisie

En Tunisie, les obligations légales pour le rapport de gestion sont prévues par le code des sociétés commerciales (dont le champ d'application s'étend à l'ensemble des sociétés commerciales), le système comptable des entreprises (SCE) et le règlement du conseil du marché financier (dont les champs d'application s'étendent à l'ensemble des sociétés faisant appel public à l'épargne). Mais, il est à signaler qu'aucune entreprise tunisienne n'a été sanctionnée pour son non respect des mentions obligatoires prévues par la législation.

Parmi les documents obligatoires communiqués aux actionnaires par le conseil d'administration de l'entreprise, se trouve le rapport de gestion. Néanmoins, l'article 201 du code des sociétés commerciales ne donne aucune précision quant à la forme et au contenu de ce rapport, sauf au fait qu'il doit être «détaillé».

Le système comptable tunisien (1997) a été créé en adoptant des normes en harmonie avec celles

de l'IASB (International Accounting Standards Board). Le législateur tunisien n'a pas donné des précisions quant aux informations à fournir au niveau du rapport de gestion. Dans ce sens, le cadre conceptuel de la comptabilité tunisien met en exergue dans son paragraphe 83 l'intérêt des informations qui dépassent la dimension financière pour atteindre d'autres dimensions telles que la dimension sociale, la dimension écologique, ainsi que la dimension technologique.

Contrairement aux états financiers qui jouissent d'un cadre juridique assez étoffé et en continuelle évolution avec le système comptable des entreprises, il n'existe pas de normes comparables régissant les informations complémentaires à divulguer dans le rapport de gestion. Seul l'article 44 du règlement du conseil du marché financier (CMF) relatif à l'appel public à l'épargne approuvé par l'arrêté du ministre des finances du 7 Avril 2000, énumère les informations obligatoires à fournir dans le rapport de gestion. L'article 44 nouveau (tel que modifié par l'arrêté du ministre des finances du 17 Septembre 2008) renvoie à une annexe qui établit un modèle standard de rapport de gestion regroupant l'ensemble des informations obligatoires prévues au sein de rubriques bien définies. Le CMF a publié le 8 Février 2010 un communiqué qui s'intitule : «Rapport aux sociétés faisant appel public à l'épargne : Rapport d'activité» afin de rappeler aux sociétés faisant appel public à l'épargne les rubriques d'informations obligatoires à inclure dans leurs rapports annuels sur la gestion, qui ont été mentionnées dans l'article 44 du règlement du CMF.

1.2. La divulgation volontaire : Une histoire récente en Tunisie

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) a été créée en Février 1969. Le système réglementaire des marchés de capitaux est

relativement récent [loi n° 94-117 du 14 Novembre 1994]. Malgré les programmes de développement et de libéralisation financière, accomplis dans la décennie précédente, le marché est toujours caractérisé par un nombre faible d'entreprises cotées. Le CMF est l'organisme public chargé du contrôle, de la régulation du marché financier et de la protection de l'épargne investie dans les valeurs mobilières.

Nous assistons, ces dernières décennies, à des mutations qui caractérisent l'environnement économique tunisien. Plusieurs groupes de travail ont vu le jour pour réfléchir sur les mécanismes à mettre en place afin de promouvoir la bonne gouvernance d'entreprises au-delà des obligations légales de divulgation.

La cellule des jeunes membres de l'institut arabe des chefs d'entreprises (IACE) a monté un projet ayant permis entre autres la publication du GBPGET (2008). Dans ce sens, le GBPGET (2008) et dans le chapitre 1 «Droits des actionnaires» et au niveau du paragraphe «Le droit à l'information des actionnaires» (p 7) insiste sur le droit à l'information des actionnaires. Il affirme que toute entreprise qui décide d'adopter le guide doit garantir un traitement égal à tous les actionnaires et doit veiller à ce qu'ils disposent de l'ensemble des informations requises et de tous les moyens leur permettant d'exercer convenablement leurs droits.

La même cellule de l'IACE en collaboration avec le center of international private enterprise, a monté un autre projet dont l'objectif est la publication du GRAET (2009). Selon le préambule du GRAET (2009) et au niveau de la page 3, il est indiqué que le guide est destiné à donner les indications de base concernant le contenu des différentes rubriques du rapport annuel. Il apporte des éléments de réponse aux responsables de

la rédaction des rapports annuels, soucieux de mieux informer les partenaires de la société en s'interrogeant sur l'étendue de l'information à divulguer et sur la manière de la présenter. Son objectif consiste aussi à faciliter la lecture des rapports annuels, à harmoniser et à assurer une plus grande homogénéité de leur contenu. Selon le préambule du GRAET (2009) et au niveau de la page 4, il est noté que son utilisation par les sociétés faisant appel public à l'épargne contribuera incontestablement à enrichir l'environnement informationnel des dites sociétés, à ancrer davantage la culture de la transparence et de la divulgation d'information et à dynamiser le marché financier.

Dans la même veine, le centre tunisien de gouvernance d'entreprises (CTGE) a été inauguré le 25 Juin 2009 au sein de la maison de l'entreprise (à l'IACE). Ce centre est conçu comme un forum permanent de débats, de rencontres, de réflexions, d'échanges d'idées et d'accompagnement des hauts responsables d'entreprises. Le CTGE vise à œuvrer pour une prise de conscience croissante de l'importance de la bonne gouvernance afin de préserver la confiance des investisseurs.

2. Les intérêts des informations volontaires pour les utilisateurs externes du rapport annuel

L'étude d'Al-Razeen et Karbhari (2007) sur le contexte de l'Arabie Saoudite et l'étude de Chow et Wong-Boren (1987) sur le contexte de la Mexique montrent que les chiffres comptables ne donnent qu'une image réductrice de l'entreprise. Les demandeurs d'informations comptables se tournent alors contre les informations obligatoires. Celles-ci comportent des limites : rigidité des règles, limites induites par certains principes comptables... Pour dépasser le modèle comptable

légal, ces demandeurs d'informations seraient, alors, à la recherche de compléments utiles. Dans ce sens, De Bourmont (2006) affirme : «Les informations à caractère obligatoire sont parfois insuffisantes à fournir une image exhaustive d'une entreprise. Pour compléter, voire modifier cette image, les dirigeants d'une entreprise pourront être conduits à publier des informations qui se situent au-delà des seuils minimums d'information requis par la loi, s'engageant ainsi dans un processus dit de divulgation (ou d'offre) volontaire d'informations».

2.1. L'utilité des informations volontaires au niveau du rapport annuel à travers les études archivales

D'après Barron et al. (1999), si la divulgation d'information de qualité supérieure dans le rapport de gestion réduit l'asymétrie d'information des analystes tout en diminuant l'ampleur de leurs erreurs prévisionnelles, l'information contenue dans les rapports de gestion est susceptible de réduire la dispersion des prévisions davantage que l'erreur prévisionnelle. En d'autres termes, l'information contenue dans les rapports de gestion de qualité supérieure fait en sorte que les analystes travaillent davantage sur un pied d'égalité.

De même, Vanstraelen, Zarzeski et Robb (2003) examinent le degré d'influence des informations non financières volontaires sur la précision et la dispersion des prédictions financières des analystes financiers dans la Bulgarie, l'Allemagne et la Hollande. Les résultats de cette étude démontrent que la divulgation des informations prévisionnelles non financières est significativement associée à une basse dispersion des prévisions des analystes et à une précision élevée dans les prévisions des résultats futurs. Par contre, la divulgation des informations

non financières historiques n'affecte pas les caractéristiques des prédictions des analystes financiers (dispersion et précision). Ces auteurs affirment que le degré de recommandation des analystes pour la divulgation des informations non financières diffère à travers les marchés boursiers européens. Ces auteurs avancent que la décision d'investissement de la part des investisseurs est dépendante de l'existence d'informations adéquates sur l'entreprise. Ainsi, toute variation dans les pratiques de divulgation peut affecter l'allocation des ressources sur les marchés financiers.

Dans ce sens, Lang et Lundholm (1996) affirment que les entreprises ayant la politique de divulgation la plus informative sont les plus suivies par les analystes financiers, leurs prévisions des résultats sont plus précises et moins disparates entre les analystes financiers.

2.2. L'utilité des informations volontaires au niveau du rapport annuel à travers les études qualitatives

Clarkson et al. (1999) ont mené une enquête visant à mieux cerner la façon dont les analystes associés aux vendeurs perçoivent l'utilité du rapport de gestion. Les résultats de cette enquête révèlent que les analystes utilisent le rapport de gestion à des fins d'analyse financière. Les analystes estiment que le rapport de gestion fournit de l'information nouvelle, courante et détaillée qu'ils ne pourraient tirer ni de sources d'information autre que le rapport annuel, ni des états financiers et des notes afférentes et qu'il corrobore les divulgations faites antérieurement pendant l'année par la direction de l'entreprise. De plus, les analystes affirment que le rapport de gestion est particulièrement utile pour les nouvelles entreprises peu connues.

Dans leur étude expérimentale (3), Coram, Monroe et Woodliff (2009), démontrent que les informations non financières (issues du tableau de bord) ont un effet significatif sur le sens d'estimation du prix de l'action (vers la hausse ou vers la baisse). Ce résultat met l'accent sur l'utilité des indicateurs du tableau de bord pour les utilisateurs externes du rapport annuel. Si le tableau de bord est pertinent comme outil de gestion interne, pourquoi ne soit-il pas utile pour les analystes et les investisseurs ?

Les résultats de l'étude expérimentale de Ghosh et Wu (2006) (4) suggèrent que les mesures financières et non financières se complètent pour la formation de la recommandation d'investissement par les analystes financiers. Ces chercheurs ont utilisé différentes combinaisons d'informations (bonnes et mauvaises) et ont examiné le poids assigné à chaque mesure et la durée de la recommandation dans le temps. Ils ont démontré que lorsque les mesures financières sont mauvaises (bonnes), les analystes leur attribuent un poids plus (moins) élevé que les mesures non financières qu'elles soient bonnes ou mauvaises. De plus, ils ont trouvé que les mesures non financières affectent la durée des recommandations plus que les mesures financières. Il apparaît que la présence de bonnes mesures non financières donne aux bonnes mesures financières le sens d'avoir des implications futures de création de valeur. Donc, la pertinence des mesures financières augmente lorsqu'elles sont combinées avec les mesures

non financières. Cela argumente la maximisation de la divulgation externe des indicateurs non financiers de la performance.

À travers une étude expérimentale basée sur la littérature en psychologie et sur un protocole verbal de recherche (5), Coram, Monroe et Mock (2006) démontrent que les analystes financiers utilisent de façon significative les indicateurs de performance non financiers lors de l'évaluation des entreprises. De plus, ces auteurs affirment que les informations financières sont plus utilisées lorsqu'ils sont négatives (ou bien mauvaises) et que les indicateurs de performance non financiers sont plus utilisés lorsque les informations financières sont positives (ou bien bonnes).

3. Méthode d'investigation

Notre enquête a pour but la collecte de points de vue des utilisateurs externes des rapports annuels sur les informations volontaires. C'est pour cette raison qu'il semble que le questionnaire constitue la méthode la plus appropriée au recueil de données. Notre étude empirique se base, alors, sur la collecte des données primaires issues des questionnaires menés auprès de la population des analystes financiers et des gestionnaires de portefeuilles qui travaillent pour le compte des intermédiaires en bourse en Tunisie (Voir Annexe 2). Ces deux groupes d'utilisateurs des rapports annuels sont supposés constituer des groupes homogènes quant à leurs besoins d'information.

(3) Les participants sont des étudiants de révision comptable en Australie.

(4) Les participants sont des analystes financiers.

(5) L'objectif majeur du protocole verbal est l'examen de la connexion entre le processus de prise de décision, l'utilisation de la mémoire et la décision prise ou le jugement fait.

3.1. Sélection de l'échantillon

Notre choix de faire appel aux agents des intermédiaires en bourse est effectué pour plusieurs raisons telles que leur rôle de conseil, leur émission de prévisions qui peuvent fortement orienter le comportement des investisseurs sur le marché financier et pour leur rôle de preneur de décision d'investissement pour le compte d'autrui comme dans le cas des gestionnaires de portefeuilles dans les SICAV. L'analyste financier est un prescripteur à l'investissement, tandis que le gestionnaire de portefeuilles prend la décision d'investissement en se basant sur les études faites par les analystes financiers pour déterminer leurs choix d'investissement. De plus, nous nous sommes recentrés sur ce groupe d'utilisateurs des rapports annuels car ils sont capables d'exposer rationnellement leurs besoins d'informations [Garcia (2001)].

Il faut signaler que le métier d'analyste financier en Tunisie n'ait pas cessé de se développer durant ces dernières années, surtout après la création en 2008 de l'association tunisienne de l'analyse financière.

Nous avons circulé directement 62 questionnaires à la population des analystes financiers sell side et gestionnaires de portefeuilles pendant les mois de Mai et Juin 2007. Nous avons obtenu un taux de réponse qui s'élève à 64,51%. La taille de l'échantillon sur lequel porte l'étude est de 40 analystes et gestionnaires de portefeuilles travaillant pour le compte de 21 intermédiaires en bourse (6). Il est à mentionner

que 6 questionnaires ont été remplis en notre présence. Pour les autres analystes, qui ont préféré de remplir le questionnaire seuls, nous avons pris la peine de relire les réponses une fois remises et ce en vue de vérifier si la personne interrogée a répondu à toutes les questions posées.

Tableau 1 : Caractéristiques de l'échantillon de répondant :

Caractéristiques des répondants		Nombre	Fréquences en %
Fonction	Analyste financier	32	80
	Gestionnaire de portefeuille	8	20
Nombre de rapports annuels lus en moyenne	Moins de 30	19	47,5
	Supérieur ou égal à 30	21	52,5
Diplôme	Maîtrise	15	37,5
	Master	24	60
	Doctorat	1	2,5
Spécialité	Comptabilité	3	7,5
	Gestion	8	20
	Finance	28	70
	Economie	1	2,5
Durée d'expérience	Inférieure à 5 ans	17	42,5
	Entre 5 et 10 ans	12	30
	Supérieure à 10 ans	11	27,5

3.2. Préparation du questionnaire

Cette enquête sur le terrain a été élaborée en s'inspirant d'enquêtes de même type. Nous nous sommes inspirés des études suivantes : [Myburgh

(6) Il y a 24 intermédiaires en bourse en Tunisie.

(2001) (7), Clarkson et al. (1999), Raffournier (1995), Ho et Wong (2004) et Robert et al. (2001)], de l'analyse du contenu des rapports annuels des entreprises cotées à la BVMT du secteur non financier et des entretiens effectués avec trois dirigeants d'entreprises cotées. Afin d'avoir une idée sur la technique du questionnaire et sur la façon de poser les questions, nous nous sommes servis des travaux en méthodologie de Zikmund (2003), de Grangé et Lebart (1994) et de Sekaran (2003).

Après avoir élaboré une première version du questionnaire, nous avons effectué des discussions avec des chercheurs en comptabilité (8) pour vérifier la cohérence et la compréhension des questions. Par la suite, un pré-test du questionnaire a été effectué auprès d'analystes financiers (9). Ce pré-test nous a permis d'éliminer certaines questions, d'ajouter d'autres questions, de reformuler quelques questions et de changer l'ordre de quelques questions. Le pré-test du questionnaire nous a permis, alors, d'améliorer la qualité d'élaboration du questionnaire et de nous assurer de la clarté et de la précision des termes utilisés.

3.3. Elaboration de la liste des items volontaires

Nous avons construit une liste des items volontaires en nous basant sur l'indice de

Botosan (1997), nous avons supprimé huit items parce qu'ils ne sont divulgués par aucune entreprise tunisienne au moment du déroulement de l'enquête et nous avons ajouté trois sous-indices d'information : l'information sur les actifs incorporels, l'information sociale et environnementale et l'information sur la gouvernance. Dans ce sens, Patelli et Prencipe (2007) se sont basés sur l'indice développé par Botosan (1997) en l'ajustant au contexte italien. De même, Gul et Leung (2004) se sont basés sur l'indice de Botosan (1997) tout en modifiant ses items en tenant compte des spécificités de l'environnement de divulgation en Hong Kong.

4. Résultats empiriques

Dans ce qui suit, nous allons analyser et commenter les différents résultats obtenus.

4.1. Les sources d'informations utilisées

D'après les résultats des réponses à la question Q1, nous avons pu dégager que presque la totalité des analystes (97,5%) dispose d'autres sources d'informations que le rapport annuel qu'ils estiment utiles pour la prise de leur décision d'investissement.

(7) À travers un questionnaire, Myburgh (2001) s'est intéressé aux différents utilisateurs du rapport annuel tels que les intermédiaires en bourse, les détenteurs de portefeuilles, les enseignants de la comptabilité, les membres des organismes professionnels de la comptabilité et les investisseurs individuels.

(8) Puisqu'il s'agit d'une première étude dans le contexte tunisien, elle a été précédée par une consultation des experts dans le domaine.

(9) Nous avons procédé à la distribution des questionnaires relatifs au pré-test à 7 analystes financiers.

Tableau 2 : Degré d'utilité des sources d'informations utilisées

Niveau d'utilité	Contacts personnels avec l'entreprise (visites)		Articles de presse		Communiqués de presse publiés par les entreprises		Les sites web des entreprises		Les informations de type «de bouche à oreille »	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
1	2 ⁱ	5,12	0	0	0	0	2	5,12	1 ⁱⁱ	2,56
2	1	2,56	2	5,12	0	0	3	7,69	10	25,64
3	2	5,12	14	35,89	5	12,82	10	25,64	8	20,51
4	17	43,58	15	38,46	22	56,41	17	43,58	16	41,02
5	17	43,58	8	20,51	12 ⁱⁱⁱ	30,76	7 ^{iv}	17,94	4	10,25
Total des réponses	39	100	39	100	39	100	39	100	39	100
Moyennes	4,18		3,74		4,18		3,62		3,31	
Ecart types	1,02		0,85		0,64		1,04		1,06	
Rang	1		3		2		4		5	

1. Pas du tout utile, 2. Pas utile, 3. Moyennement utile, 4. Utile, 5. Très utile

(i) Ces deux interrogés sont des gestionnaires de portefeuille.
(ii) Cet interrogé est un analyste financier qui a une maîtrise en comptabilité et une expérience supérieure à 10 ans.
(iii) Ces douze interrogés sont des analystes financiers.
(iv) Ces sept interrogés sont des analystes financiers qui ont une expérience au moins égale à 5 ans.

D'après le tableau 2, il s'avère que la source d'information considérée comme la plus utile par les analystes est «les contacts personnels avec l'entreprise». Ce résultat dénote bien l'intérêt particulier qu'accordent les analystes à la relation directe avec l'entreprise et ressemble aux résultats observés dans l'étude de Ho et Wong (2004) et dans l'étude de Raffournier (1995). Cette source d'information a été classée par l'échantillon des analystes financiers dans l'étude de Ho et Wong (2001) au deuxième rang, juste après les états financiers et les rapports annuels.

À la deuxième et à la troisième place, nous trouvons successivement les communiqués de presse publiés par les entreprises et les articles de presse. Les sites web des entreprises ne se trouvent qu'à la quatrième place. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les informations sur le web sont très brèves et ne permettent pas un dialogue interactif. De plus, il y a des entreprises

cotées qui ne possèdent pas un site web. Les informations de type «de bouche à oreille» se trouvent à la cinquième et dernière place et c'est uniquement pour ce médium de communication que le test T de Student de comparaison de moyenne se trouve non significatif (sig = 0,76). Il est à noter que le test T de Student pour échantillon unique permet de tester si la moyenne d'une seule variable diffère d'une constante spécifiée (qui est la valeur 3 dans notre cas puisqu'elle indique la position neutre dans une échelle de 1 à 5).

En plus des sources d'informations proposées, les analystes interrogés ont cité : les prospectus d'émission d'actions, les indicateurs d'activité trimestriels par secteur, les études sectorielles, les informations provenant des autorités du marché (CMF), les réunions avec les analystes et les assemblées générales des actionnaires. Certaines sources sont considérées comme utiles et d'autres comme très utiles.

4.2. Le degré d'utilité et la classification des différentes rubriques du rapport annuel

Tableau 3 : Degré d'utilité des rubriques d'informations publiées dans les rapports annuels

Niveau d'utilité	Les états financiers		Le rapport de gestion		Les rapports du commissaire aux comptes	
	N	%	N	%	N	%
1- Pas utile	0	0	0	0	0	0
2- Peu utile	0	0	0	0	1	2,5
3- Moyennement utile	2 ⁱ	5	2	5	4 ⁱ	10
4- Utile	6	15	15	37,5	10	25
5- Très utile	32	80	23	57,5	25	62,5
Total des réponses	40	100	40	100	40	100
Moyennes	4,75		4,53		4,48	
Ecart types	0,54		0,60		0,78	

(i) Ces deux interrogés sont des analystes financiers qui ont un diplôme de maîtrise en finance.
(ii) Ces quatre interrogés sont des analystes financiers qui ont un diplôme de maîtrise en finance.

Nous constatons que la majorité (80%) des analystes considèrent les états financiers comme très utiles. Pour le rapport de gestion (qui nous intéresse le plus dans notre enquête), il est considéré comme très utile pour 57,5% des analystes et utile pour 37,5%. En ce qui concerne les rapports du commissaire aux comptes : 62,5% des analystes ont jugé qu'ils sont très utiles. Il est à mentionner que le test T de Student pour ces trois variables est significatif à 1%. Dans ce sens, Bhibah (2007) affirme que les états financiers publiés par les entreprises ne suffisent pas à eux seuls pour la prise de décision, mais ils constituent la source d'information principale pour les investisseurs. Ces derniers accordent un grand intérêt aux documents comptables réglementés et notamment aux états financiers

prévus par le SCE : bilan, états de résultat, état de flux de trésorerie et notes aux états financiers.

D'après les résultats du classement des rubriques du rapport annuel, 80% des analystes classent les états financiers à la première place et seulement 7,5% des analystes classent le rapport de gestion

à cette place (10), alors que 60% des analystes le classent à la deuxième place et 65% classent les rapports du commissaire aux comptes à la troisième et dernière place. La dernière place accordée au rapport d'audit a été expliquée par Raffournier (1995) par le fait que le rapport d'audit ne comprend généralement pas de réserves car les éventuelles divergences entre les dirigeants et les commissaires aux comptes sont le plus souvent réglées avant la publication des comptes.

Ces résultats trouvés sont conformes aux résultats de la recherche de Ho et Wong (2004). De même, Robert et al. (2001) ont montré que les informations comptables sont jugées plus indispensables que les informations non comptables (4,70 vs 3,44).

(10) Ces trois interrogés ont un diplôme de maîtrise en finance.

4.3. L'utilité de l'évaluation de la performance de l'entreprise par des indicateurs non financiers et budgétaires

A- Utilité des informations du rapport de gestion

Tableau 4 : Degré d'accord sur l'utilité des informations du rapport de gestion dans l'analyse financière

	Le rapport de gestion vous fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les autres sources d'informations (autre que le rapport annuel)		Le rapport de gestion vous fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les états financiers et les notes		Les chiffres comptables constituent des informations que vous donnez confiance	
	N	%	N	%	N	%
1-Fortement en désaccord	0	0	0	0	0	0
2- En désaccord	2	5	3	7,5	1	2,5
3-Neutre	3	7,5	2	5	12	30
4- En accord	27	67,5	27	67,5	25	62,5
5- Tout à fait en accord	8	20	8	20	2	5
Total des réponses	40	100	40	100	40	100
Moyenne	4,03		4		3,70	
Ecart-type	0,70		0,75		0,61	

Le tableau 4 montre que 67,5% des analystes sont en accord avec l'idée que le rapport de gestion leur fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les autres sources d'informations (autre que le rapport annuel) et avec l'idée que le rapport de gestion leur fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles au niveau des états financiers. De plus, 20% des analystes sont tout à fait en accord avec ces deux idées. Cela confirme le fait que **le rapport de gestion est un support**

stratégique d'informations volontaires qui complète les autres sources d'informations sur l'entreprise. Nous avons observé des résultats similaires dans la recherche de Clarkson et al. (1999).

Nous constatons que la majorité des analystes interrogés soit 62,5% sont en accord avec le fait que les chiffres comptables constituent des

informations auxquelles ils donnent confiance ; alors que 30% des analystes sont neutres sur ce sujet. La moyenne de cette variable est de l'ordre de 3,70 ; son écart type est de l'ordre de 0,61, ce qui indique l'existence de faibles disparités entre les réponses. Nous devons indiquer que le test T de Student pour les trois variables étudiées ci-dessus est significatif à 1%. Ce résultat nous permet de conclure que les états financiers ne constituent plus une source de confiance absolue eu égard, peut-être, aux possibilités de manipulations comptables.

B- Enrichissement du contenu du rapport de gestion

Tableau 5 : Degré d'accord sur l'enrichissement du contenu du rapport de gestion

	Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs non financiers issus du système de reporting interne		Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital humain		Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital structurel		Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital relationnel		Le rapport de gestion doit être enrichi par une description des pratiques de gestion prévisionnelle	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
1-Fortement en désaccord	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2- En désaccord	0	0	3	7,5	0	0	2	5	0	0
3-Neutre	4	10	6	15	5	12,5	7	17,5	1	2,5
4- En accord	19	47,5	19	47,5	19	47,5	20	50	17	42,5
5- Tout à fait en accord	17	42,5	12	30	16	40	11	27,5	22	55
Total des réponses	40	100	40	100	40	100	40	100	40	100
Moyenne	4,33		4		4,28		4		4,53	
Ecart-type	0,66		0,88		0,68		0,82		0,55	

Les résultats du tableau 5 révèlent que 47,5% des analystes sont d'accord avec le fait que le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs non financiers issus du système de reporting interne (comme le tableau de bord prospectif). De plus, 42,5% (17 analystes) sont tout à fait en accord avec cette idée. Ces analystes lisent en moyenne 41,11 rapports annuellement. Il est à signaler que la moyenne de cette variable est égale à 4,32.

Nous avons voulu raffiner notre analyse en connaissant l'avis des analystes sur quelques rubriques d'informations non financières. Nous avons trouvé que 47,5% des analystes considèrent que le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital humain et sur le capital structurel. De plus, 50% des analystes interrogés indiquent que le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur

le capital relationnel. Ces résultats soulignent l'utilisation grandissante par les analystes financiers de l'information non financière en complément de l'information financière.

En ce qui concerne les données budgétaires, la majorité des analystes (55%) sont tout à fait en accord avec l'idée que le rapport de gestion doit être enrichi par une description des pratiques de gestion prévisionnelle (le budget). De plus, 42,5% des analystes sont en accord avec cette idée. Il est à mentionner que la moyenne de cette variable est égale à 4,52.

Nous devons signaler que le test T de Student pour les cinq variables étudiées ci-dessus est significatif à 1% en prenant toujours comme constante la valeur 3.

4.4. L'utilisation des informations volontaires contenues dans le rapport de gestion pour fonder la décision d'investissement des analystes financiers

A- Fréquence d'utilisation du rapport de gestion

Tableau 6 : Fréquence d'utilisation du rapport de gestion et fréquence d'utilisation de ses informations pour faire des recoupements

Fréquence d'utilisation	Lors de la prise de votre décision d'investissement, est-ce que vous utilisez le rapport de gestion de l'entreprise en question ?		Vous utilisez les informations du rapport de gestion pour faire des recoupements avec les données présentées au niveau des états financiers	
	N	%	N	%
1- Non jamais	0	0	0	0
2- Rarement	0	0	2	5
3- Occasionnellement	10	25	14	35
4- Fréquemment	17	42,5	20	50
5- Oui toujours	13	32,5	4	10
Total des réponses	40	100	40	100
Moyenne	4,08		3,65	
Ecart-type	0,76		0,74	

D'après le tableau 6, les réponses sur la fréquence de l'utilisation du rapport de gestion sont variées. Nous dégageons que 32,5% des analystes affirment qu'ils utilisent toujours le rapport de gestion lors de la prise de leur décision d'investissement. Tandis que 42,5% affirment qu'ils l'utilisent fréquemment. La moyenne de cette variable est égale à 4,07 et son écart-type est de l'ordre de 0,76.

Les résultats de l'enquête montrent que 50% des analystes utilisent fréquemment les informations du rapport de gestion pour faire des recoupements (11) avec les données présentées au niveau des

états financiers. La moyenne de cette variable est égale à 3,65 et son écart-type est de l'ordre de 0,74. Le test T de Student pour ces deux variables

est significatif à 1% en prenant toujours la valeur 3 comme constante.

Nous concluons, donc, que l'utilisation du rapport de gestion par les analystes en Tunisie est fréquente. Cela confirme l'importance des indicateurs non comptables dans la mesure de la performance de l'entreprise.

B- Possibilité de changement d'opinion sur l'entreprise selon les informations du rapport de gestion

Tableau 7 : Possibilité de changement d'opinion sur l'entreprise selon les informations du rapport de gestion

Changement d'opinion	En se basant sur les informations positives (bonnes) publiées au niveau du rapport de gestion, est-ce que vous changez votre opinion sur la situation de l'entreprise ?		En se basant sur les informations négatives (mauvaises) publiées au niveau du rapport de gestion, est-ce que vous changez votre opinion sur la situation de l'entreprise ?	
	N	%	N	%
1- Pas du tout	0	0	0	0
2- Difficilement	14	35	3	7,5
3- Assez facilement	15	37,5	9	22,5
4- Facilement	8	20	19	47,5
5- Toujours	3	7,5	9	22,5
Total des réponses	40	100	40	100
Moyenne	3		3,85	
Ecart-type	0,93		0,86	

(11) Vérification effectuée par comparaison ou rapprochement des informations.

Selon le tableau 7, il s'avère que 20% seulement des analystes changent facilement leur opinion sur la situation de l'entreprise, contre 35% qui le changent difficilement en se basant sur les informations positives (bonnes) publiées au niveau du rapport de gestion. De plus, la moyenne de cette variable est égale à 3. Mais 47,5% des analystes changent facilement leur opinion sur la situation de l'entreprise, contre 7,5% seulement (3 analystes qui ont au moins le diplôme du mastère) qui le changent difficilement en se basant sur les informations négatives (mauvaises) publiées au niveau du rapport de gestion. De plus, la moyenne de cette variable est égale à 3,85. Cela veut dire que les analystes changent facilement d'avis sur l'entreprise plutôt lorsque l'information volontaire publiée est mauvaise que lorsqu'elle est bonne. Ce qui est remarquable, aussi, c'est que le test T de Student n'est pas significatif pour la variable changement d'avis lorsque l'information est bonne, tandis qu'il est significatif à 1% pour la variable changement d'avis lorsque l'information est mauvaise.

C- Le degré de pertinence des informations du rapport de gestion

Tableau 8 : Degré de pertinence des informations du rapport de gestion

Degré de pertinence	L'information fournie actuellement par les entreprises au niveau des rapports de gestion est pertinente pour votre prise de décision d'investissement ?	
	N	%
1- Pas du tout pertinente	0	0
2- Pas pertinente	5	12,5
3- Assez pertinente	21	52,5
4- Pertinente	14	35
5- Très pertinente	0	0
Total des réponses	40	100
Moyenne	3,23	
Ecart-type	0,66	

En ce qui concerne la pertinence de l'information divulguée volontairement, il s'avère bien, selon le tableau 8, que 52,5% des analystes pensent que l'information fournie actuellement par les entreprises au niveau des rapports de gestion est assez pertinente pour leur prise de décision d'investissement, contre 35% des analystes qui pensent qu'elle est pertinente. Ce qui est remarquable, c'est qu'aucun analyste ne la trouve très pertinente et que la moyenne de cette variable est égale à 3,23. De plus, le test T de Student pour cette variable est significatif à 5%.

Ces résultats montrent que les analystes s'intéressent aux informations du rapport de gestion. Toutefois, ils trouvent qu'elles ne sont pas très pertinentes pour eux lorsqu'elles existent. Cela peut être interprété, d'un côté, par le fait que les interrogés ne sont pas encore tout à fait conscients de l'utilité de ce type d'information dans leur processus décisionnel. D'un autre côté, si les utilisateurs du rapport de gestion trouvent qu'il n'est pas très pertinent pour leur prise de décision, cela peut s'expliquer par le fait que la qualité de son contenu doit être améliorée. Le rôle des instituts de normalisation est, donc, de satisfaire les besoins des analystes financiers en incitant les entreprises à améliorer la divulgation dans ce rapport. De même, Ho et Wong (2004) montrent que 45,1% des analystes considèrent que la divulgation des entreprises est moyennement efficace pour répondre à leurs besoins.

4.5. Le degré d'utilité accordé aux informations volontaires dans le rapport annuel

Pour analyser le degré d'utilité accordé aux informations volontaires dans le rapport annuel, nous nous sommes basé sur les cinq catégories

d'informations de notre grille d'analyse. Les répondants ont été appelés à exprimer le degré de l'importance qu'ils accordent aux items en attribuant une note sur une échelle de Likert à cinq points (avec 1 = pas utile jusqu'à 5 = très utile).

Nous avons mené des analyses factorielles (ACP) pour réduire le nombre d'items dans chaque catégorie d'informations en axes factoriels (ou facteurs) (12). Avant d'entamer ces analyses, nous avons vérifié que les items sont significativement corrélés. En effet, selon les matrices de corrélation (non présentées), il s'avère que les coefficients de corrélation entre les items sont proches de «1» en valeur absolue et significatifs.

Nous procédons, par la suite, à des analyses typologiques (classifications hiérarchiques) (13) afin de classer les répondants en groupes selon les axes factoriels retenus. Nous procédons, par la suite, à de multiples MANOVA (14) afin de déterminer la position de chaque groupe de répondants (issu de l'analyse typologique) par rapport aux axes factoriels (issus de l'ACP). Nous précisons aussi les profils de chaque groupe issu de l'analyse typologique.

A- Le sous-indice «information générale sur l'entreprise»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «information générale sur l'entreprise» comprend trois axes factoriels qui ont des

valeurs propres supérieures à «1» (15). Le premier axe s'interprète comme étant l'axe de la concurrence et de ses impacts. Le deuxième axe est représentatif des objectifs et stratégies de l'entreprise, tandis que le troisième axe reflète l'information sur les produits et marchés de l'entreprise.

L'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 24 répondants (60% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 16 répondants (40% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport aux trois axes factoriels déterminés lors de l'analyse factorielle.

B- Le sous-indice «sommaire des résultats»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «sommaire des résultats» comprend un seul axe factoriel. En outre, l'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 30 répondants (75% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 10 répondants (25% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport à l'axe factoriel déterminé lors de l'analyse factorielle.

(12) Il ne faut pas perdre de vue que l'analyse factorielle s'applique aux variables quantitatives (dans notre cas, les items d'informations) qui doivent être corrélées, c'est-à-dire susceptibles d'être regroupées autour de caractéristiques communes dites facteurs.

(13) Nous avons utilisé la méthode de Ward.

(14) Le MANOVA ou « Multivariate Analysis of Variance » est une extension de l'ANOVA, la seule différence réside dans le fait que plusieurs variables dépendantes sont simultanément présentes.

(15) Nous ne devons retenir que les axes ayant des valeurs propres supérieures à 1.

C- Le sous-indice «information non financière»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «information non financière» comprend deux axes factoriels. Le premier axe s'interprète comme étant l'axe de la comptabilité de gestion, alors que le deuxième axe est représentatif des commandes de l'entreprise. Ensuite, l'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 21 répondants (52,5% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 19 répondants (47,5 % de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport aux deux axes factoriels déterminés lors de l'analyse factorielle.

D- Le sous-indice «information à caractère prévisionnel»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «information à caractère prévisionnel» comprend deux axes factoriels. Le premier axe s'interprète comme étant l'axe relatif à la présentation et la discussion des prévisions. Le deuxième axe est représentatif de la comparaison des prévisions avec les réalisations. L'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 29 répondants (72,5% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 11 répondants (27,5% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport aux deux axes factoriels déterminés lors de l'analyse factorielle.

E- Le sous-indice «analyse et discussion de la direction (Rapport de gestion)»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «analyse et discussion de la direction (Rapport

de gestion)» comprend deux axes factoriels. Le premier axe s'interprète comme étant l'axe relatif aux variations des charges, des créances et des stocks. Le deuxième axe est représentatif des variations du bénéfice, de la marge et des ventes. L'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 32 répondants (80% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 8 répondants (20% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport aux deux axes factoriels déterminés lors de l'analyse factorielle.

F- Le sous-indice «information sur les actifs incorporels»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «information sur les actifs incorporels» comprend un seul axe factoriel. L'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 27 répondants (67,5% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 13 répondants (32,5% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport à l'axe factoriel déterminé lors de l'analyse factorielle.

G- Le sous-indice «information sociale et environnementale»

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «information sociale et environnementale» comprend deux axes factoriels. Le premier axe s'interprète comme étant l'axe relatif aux informations environnementales. Le deuxième axe est représentatif des informations sociales. L'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 19 répondants (47,5% de l'échantillon) et le

deuxième groupe se compose de 21 répondants (52,5% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport aux deux axes factoriels déterminés lors de l'analyse factorielle.

H- Le sous-indice « information sur la gouvernance »

La nouvelle structure factorielle du sous-indice «information sur la gouvernance» comprend deux axes factoriels. Le premier axe s'interprète comme étant l'axe de la structure d'actionnariat de l'entreprise. Le deuxième axe est représentatif des caractéristiques du conseil d'administration de l'entreprise. L'analyse typologique nous a permis de classer les répondants (individus) de notre échantillon en deux groupes. Le premier groupe se compose de 27 répondants (67,5% de l'échantillon) et le deuxième groupe se compose de 13 répondants (32,5% de l'échantillon). Par la suite, nous avons procédé à une MANOVA pour pouvoir déterminer la position de chaque groupe de répondants par rapport aux deux axes factoriels déterminés lors de l'analyse factorielle.

I- Synthèse des types d'informations utiles pour les répondants selon les MANOVA

Tableau 9 : Synthèse des informations utiles pour les répondants selon les résultats des MANOVA

Pourcentage des répondants	Types d'informations utiles
80%	Variations du bénéfice, de la marge et des ventes
75%	Sommaire des résultats
72,5%	Présentation et discussion des prévisions
67,5%	Les actifs incorporels
67,5%	Structure d'actionnariat de l'entreprise

Pourcentage des répondants	Types d'informations utiles
60%	Objectifs et stratégies de l'entreprise
52,5%	Les commandes de l'entreprise
47,5%	Les informations sociales

Le tableau 9 montre les types d'informations (issus des ACP) jugées utiles (selon les MANOVA) par les différents groupes de répondants au questionnaire (issus des analyses typologiques). Nous constatons que les informations à caractère financier : «les variations du bénéfice, de la marge et des ventes» et «le sommaire des résultats» sont jugées utiles par 80% et 75% des répondants respectivement. Cela montre la suprématie des informations à caractère financier pour notre échantillon de répondants. De plus, nous remarquons que «la présentation et la discussion des prévisions» est jugée utile par 72,5% des répondants. Ce résultat indique l'intérêt majeur des informations à caractère prévisionnel. Nous observons, également, que 67,5% des répondants jugent comme utiles «les actifs incorporels» et «la structure d'actionnariat de l'entreprise». Cela dénote bien que la majorité des analystes financiers de notre échantillon accordent un intérêt à ces deux types d'informations. Par la suite, nous trouvons que 60% des répondants appréhendent les informations relatives aux «objectifs et stratégies de l'entreprise» comme utiles. Ce résultat montre que les analystes financiers de notre échantillon trouvent un intérêt dans la divulgation de ce genre d'informations à caractère stratégique. Ensuite, il s'avère que 52,5% des répondants jugent que «les commandes de l'entreprise» sont utiles. Enfin, nous constatons que «les informations sociales» sont jugées utiles par 47,5% des répondants. Ces deux derniers résultats mettent en exergue l'intérêt de ces deux derniers types d'informations pour des proportions de notre échantillon d'analystes

financiers et gestionnaires de portefeuilles qui sont inférieures aux proportions relatives aux six types d'informations cités.

4.6. Les attentes des analystes financiers en informations

Les analystes ont évoqué plusieurs informations demandées par eux et qui ne sont pas divulguées par la majorité des entreprises cotées à la BVMT du secteur non financier (Q 11). Il s'avère que les analystes ont besoin de beaucoup d'informations qu'ils ne trouvent pas généralement dans les rapports annuels des entreprises cotées. Les informations demandées représentent des informations à caractère financier (ratios financiers, bénéfice par action, salaires des dirigeants, informations sectorielles, classement des créances par échéances, dividendes distribués, données issues de la comptabilité de gestion et données trimestrielles), prévisionnel (états financiers prévisionnels, comparaison entre les réalisations et les prévisions, investissements prévisionnels et plan d'affaires de l'entreprise), stratégique (caractéristiques des produits de l'entreprise et prospectus de nouveaux marchés), immatériel (recherche et développement), de gouvernance (structure de propriété) et compétitif (points forts et points faibles de l'entreprise, risques encourus par l'entreprise, part de marché de l'entreprise et informations sur les clients et les fournisseurs).

Conclusion

Nous tenons à rappeler que l'objectif de ce papier est l'étude de la perception de l'utilité des informations divulguées volontairement dans le rapport annuel par les analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles tunisiens.

Nous avons examiné le phénomène étudié à la lumière d'une enquête sur le terrain à travers un questionnaire, ce qui nous a permis de dégager les conclusions suivantes :

- Les deux sources d'informations les plus utiles sont : «les contacts personnels avec l'entreprise» et «les communiqués de presse publiés par les entreprises».

- Les états financiers représentent la partie du rapport annuel la plus utile, suivie par le rapport de gestion et par les rapports du commissaire aux comptes.

- 67,5% sont en accord avec l'idée que le rapport de gestion leur fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les autres sources d'informations (autre que le rapport annuel) et avec l'idée que le rapport de gestion leur fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles au niveau des états financiers.

- 62,5% sont en accord avec le fait que les chiffres comptables constituent des informations auxquelles ils font confiance.

- 47,5% sont d'accord avec le fait que le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs non financiers issus du système de reporting interne (comme le tableau de bord prospectif).

- 47,5% considèrent que le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital humain et sur le capital structurel.

- 50% indiquent que le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital relationnel.

- 55% sont tout à fait en accord avec l'idée que le rapport de gestion doit être enrichi par une description des pratiques de gestion prévisionnelle (le budget).

- 32,5% affirment qu'ils utilisent toujours le rapport de gestion lors de la prise de leur décision d'investissement.

- 50% utilisent fréquemment les informations du rapport de gestion pour faire des recoupements

avec les données présentées au niveau des états financiers.

- 20% changent facilement leur opinion sur la situation de l'entreprise, contre 35% qui la changent difficilement en se basant sur les informations positives (bonnes) publiées au niveau du rapport de gestion,

- 47,5% changent facilement leur opinion sur la situation de l'entreprise, contre 7,5% qui la changent difficilement en se basant sur les informations négatives (mauvaises) publiées au niveau du rapport de gestion.

- 52,5% pensent que l'information fournie actuellement par les entreprises au niveau des rapports de gestion est assez pertinente pour leur prise de décision d'investissement.

- Les informations demandées et non trouvées généralement dans les rapports annuels des entreprises cotées sont des informations à caractère financier, prévisionnel, stratégique, immatériel, compétitif et de gouvernance.

De plus, les résultats révèlent que les informations qui sont perçues comme étant les plus utiles par au moins 47,5% des analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles sont : les variations du bénéfice, de la marge et des ventes, le sommaire des résultats, la présentation et discussion des prévisions, les actifs incorporels, la structure d'actionnariat, les objectifs et stratégies, les commandes de l'entreprise et les informations sociales.

L'ensemble des résultats de cette recherche ont des implications théoriques et pratiques. D'un point de vue théorique, elle enrichit les travaux antérieurs sur la transparence financière et la divulgation volontaire dans les marchés émergents. D'un point de vue pratique, elle appelle les dirigeants des entreprises tunisiennes à porter plus d'intérêt à leur stratégie de divulgation volontaire au niveau des rapports

annuels afin de satisfaire les besoins en évolution continue de leurs utilisateurs externes. La détermination des informations utiles pour ces derniers permettra aux dirigeants d'entreprises de redéfinir leur responsabilité en matière de divulgation. En effet, la divulgation volontaire pourrait être confectionnée en réponse aux attentes des utilisateurs externes des rapports annuels à travers la divulgation des informations qui leurs sont utiles.

Néanmoins, notre travail souffre de plusieurs failles dont les plus importantes sont la faible taille de l'échantillon (malgré sa représentativité de la population en question), le degré de rigueur avec lequel sont remplis les questionnaires qui n'ont pas été remplis en notre présence et l'intérêt que nous avons porté à une seule catégorie d'utilisateurs de ces rapports, à savoir les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuilles.

Cette recherche offre des pistes de réflexions qu'il conviendrait d'approfondir. Elle ne peut être qu'un début destiné à lancer le débat sur la transparence, la divulgation et l'amélioration de la qualité du reporting externe des entreprises, facteurs clés de fonctionnement des marchés financiers. C'est un premier pas vers une meilleure appréhension de l'utilité des informations volontaires pour les utilisateurs externes des rapports annuels dans le marché émergent tunisien, à un moment où leur demande à cet égard est de plus en plus intense. D'autres travaux qualitatifs, à caractère expérimental surtout, pourraient être menées sur la prise de la décision d'investissement sur la base des informations obligatoires et volontaires.

Bibliographie

- ABID O., (2009), «*Elaboration du rapport de gestion, rôle de l'expert-comptable*», Mémoire pour l'obtention du diplôme national d'expert-comptable, FSEG de Sfax.

- AL-RAZEEN A. & KARBHARI Y., (2007), «*An empirical investigation into the importance, use and*

technicality of Saudi annual corporate information», *Advances In International Accounting*, vol. 20, pp. 55-74.

• BARRON O.E., KILE C.O. & O'KEEFE T.B., (1999), «*MD & A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts*», *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n° 1, pp. 75-109.

• BHIBAH A., (2007), «*Information comptable et marché financier : Evaluation du SCE à travers les besoins informationnels des investisseurs et les pratiques de divulgation des sociétés*», Mémoire pour l'obtention de Mastère de recherche en comptabilité, ISCAE.

• BOTOSAN C.A., (1997), «*Disclosure level and the cost of equity capital*», *The Accounting Review*, vol. 72, n° 3, pp. 323-350.

• CHOW C.W. & WONG-BOREN A., (1987), «*Voluntary financial disclosure by Mexican corporations*», *The accounting review*, vol. 62, n° 3, pp. 533-541.

• CLARKSON P.M., KAO J.L. & RICHARDSON G.D., (1999), «*Evidence that Management Discussion and Analysis (MD & A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package*», *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n° 1, pp. 111-113.

• CORAM P., MONROE G. & WOODLIFF D., (2009), «*The value of assurance on voluntary nonfinancial disclosure : An experimental evaluation. Auditing*», *A Journal of practice and theory*, vol. 28, n° 1, pp. 137-151.

• CORAM P., MONROE G. & MOCK T., (2006), «*An investigation into the use of nonfinancial performance indicators by financial analysts*», Working paper, The University of Melbourne.

• DE BOURMONT M., (2006), «*Les déterminants de la publication d'informations sur les activités de recherche et développement en France : une étude longitudinale et méthodologique*», Working paper, Congrès de l'AFC 2006 à Tunis, HEC de Paris.

• GARCIA M., (2001), «*La production d'informations par les analystes financiers*», In Dumontier, & Teller, *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Edité par la librairie Vuibert, Paris, pp. 251-257.

• GHOSH D. & WU A., (2006), «*Relevance of financial and non-financial measures to financial analysts : Experimental evidence*», Working paper, University of Oklahoma.

• GIBBINS M. & POMEROY B., (2006), «*Beyond GAAP: Enhanced reporting, regulation and strategy*», Working paper, School of business, University of Alberta.

• GRANGÉ D. & LEBART L., (1994), «*Traitements statistiques des enquêtes*», Dunod, Paris.

• GUL F.A. & LEUNG S., (2004), «*Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures*», *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, pp. 351-379.

• HEALY P., HUTTONA. & PALEPU K., (1999), «*Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure*», *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n° 3, pp. 485-520.

• HO S.S.M., & WONG K.S., (2001), «*A study of corporate disclosure practice and effectiveness in Hong Kong*», *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 12, n° 1, pp. 75-102.

• HO S.S.M., & WONG K.S., (2004), «*Investment analysts usage and perceived usefulness of corporate annual reports*», *Corporate Ownership & Control*, vol. 1, pp. 61-71.

• LANG M. & LUNDHOLM R., (1996), «*Corporate disclosure policy and analyst behaviour*», *The accounting review*, vol. 71, n° 4, pp. 467-492.

• MADANI W. & SAMMARI K., (2009), «*Gouvernance d'entreprise : La perspective tunisienne*», Special Report, Fitch Ratings, Tunisia, 2 November.

• MYBURGH J.E., (2001), «*The informativeness of voluntary disclosure in the annual reports of listed industrial companies in South Africa*», *Meditari Accountancy Research*, vol. 9, pp. 199-216.

• PATELLI L. & PRENCIPE A., (2007), «*The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder*», *European Accounting Review*, vol. 16, n° 1, pp. 5-33.

• RAFFOURNIER B., (1995), «*Les besoins d'information des analystes financiers et gestionnaires de fortunes suisses*», Working paper, HEC - Université de Genève.

• ROBERT A.M., TURMEL F., MORINEAU S., PRECOURT K., ROCHEFORT S. & RUEL F., (2001), «*La lisibilité du rapport annuel*», *Recherche en rédaction professionnelle*, vol. 1, n° 1, pp. 1-10.

• SEKARAN U., (2003), «*Research methods for business : A skill-building approach*», Fourth Edition, Hoboken, John Wiley & Sons.

• VANSTRAELEN A., ZARZESKI M.T. & ROBB S.W.G., (2003), «*Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries*», *Journal of international financial management and accounting*, vol. 14, n° 3, pp. 249-278.

• YAICH A., (2006), «*La nouvelle loi sur le renforcement de la sécurité financière*», *La revue comptable et financière*, n° 73, Été 2006, pp. 38-44.

• ZIKMUND W.G., (2003), «*Business research methods*», 7th Edition, THOMSON, South-Western.

ANNEXE : QUESTIONNAIRE
(Adressé aux analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles)

Informations personnelles du répondant :

- Vous êtes :

- Un gestionnaire de portefeuilles appartenant à une SICAV

Laquelle ? :

- Un analyste financier travaillant pour le compte d'un intermédiaire en bourse

Lequel ? :

- Vous lisez, à peu près, combien de rapports annuels annuellement ? :

- Diplôme

- Technicien supérieur.....
- Maîtrise.....
- Mastère (spécialisé ou de recherche).....
- Doctorat.....
- Autres (merci de préciser).....

- Spécialité

- Comptabilité.....
- Gestion.....
- Finance.....
- Economie.....
- Autres (merci de préciser).....

- Durée d'expérience professionnelle en tant qu'analyste financier

- Inférieure à 5 ans.....
- Entre 5 et 10 ans.....
- Supérieure à 10 ans.....

Q 1 : En plus du rapport annuel, disposez-vous d'autres sources d'informations que vous estimez utiles pour la prise de vos décisions d'investissement ?

1. Oui
2. Non

Q 2 : Si vous avez répondu par « oui » au Q 1, indiquez le degré d'utilité de ces sources d'information.

- Contacts personnels avec l'entreprise (visites)

1. Pas utile	2. Peu utile	3. Moyennement utile	4. Utile	5. Très utile
--------------	--------------	----------------------	----------	---------------

- Articles de presse

1. Pas utile	2. Peu utile	3. Moyennement utile	4. Utile	5. Très utile
--------------	--------------	----------------------	----------	---------------

- Communiqués de presse publiés par les entreprises

1. Pas utile	2. Peu utile	3. Moyennement utile	4. Utile	5. Très utile
--------------	--------------	----------------------	----------	---------------

- Les sites web des entreprises

1. Pas utile	2. Peu utile	3. Moyennement utile	4. Utile	5. Très utile
--------------	--------------	----------------------	----------	---------------

- Les informations de type « de bouche à oreille »

1. Pas utile	2. Peu utile	3. Moyennement utile	4. Utile	5. Très utile
--------------	--------------	----------------------	----------	---------------

- Autre source (merci de préciser).....

1. Pas utile	2. Peu utile	3. Moyennement utile	4. Utile	5. Très utile
--------------	--------------	----------------------	----------	---------------

Q 3 : Veuillez indiquer le degré d'utilité des rubriques d'informations suivantes qui sont publiées dans les rapports annuels des entreprises.

1. Pas du tout utile, 2. Pas utile, 3. Moyennement utile, 4. Utile, 5. Très utile

1. Les états financiers	1	2	3	4	5
2. Le rapport de gestion	1	2	3	4	5
3. Les rapports du commissaire aux comptes	1	2	3	4	5

Q 3 bis : Classez les rubriques (les états financiers, le rapport de gestion, les rapports du commissaire aux comptes) par ordre d'utilité.

1.
2.
3.

Q 4 : Veuillez indiquer votre degré d'accord ou de désaccord avec les affirmations suivantes :

- Le rapport de gestion vous fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les autres sources d'informations (autre que le rapport annuel).

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

- Le rapport de gestion vous fournit des informations utiles à l'analyse financière qui ne sont pas disponibles dans les états financiers et les notes.

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

- Les chiffres comptables constituent des informations que vous donnez confiance.

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

Q 5 : Veuillez indiquer votre degré d'accord ou de désaccord avec les affirmations suivantes :

- Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs non financiers issus du système de reporting interne (comme le tableau de bord prospectif).

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

- Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital humain (il représente le savoir et le savoir-faire individuel, les aptitudes et compétences des personnes...).

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

- Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital structurel (l'ensemble de brevets et de marques, les processus d'exploitation qui améliorent l'efficacité de production d'un bien ou d'un service...).

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

- Le rapport de gestion doit être enrichi par des indicateurs sur le capital relationnel (les relations avec les fournisseurs et les clients, la réputation de l'entreprise...).

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

- Le rapport de gestion doit être enrichi par une description des pratiques de gestion prévisionnelle (le budget).

1. Fortement en désaccord	2. En désaccord	3. Neutre	4. En accord	5. Tout à fait en accord
---------------------------	-----------------	-----------	--------------	--------------------------

Q 6 : Lors de la prise de votre décision d'investissement, est-ce que vous utilisez le rapport de gestion de l'entreprise en question ?

1. Non jamais	2. Rarement	3. Occasionnellement	4. Fréquemment	5. Oui toujours
---------------	-------------	----------------------	----------------	-----------------

Q 6 bis : Vous utilisez les informations du rapport de gestion pour faire des recoupements avec (vérifier) les données présentées au niveau des états financiers.

1. Non jamais	2. Rarement	3. Occasionnellement	4. Fréquemment	5. Oui toujours
---------------	-------------	----------------------	----------------	-----------------

Q 7 : En se basant sur les informations positives (bonnes) publiées au niveau du rapport de gestion, est-ce que vous changez votre opinion sur la situation de l'entreprise ?

1. Pas du tout	2. Difficilement	3. Assez facilement	4. Facilement	5. Toujours
----------------	------------------	---------------------	---------------	-------------

Q 8 : En se basant sur les informations négatives (mauvaises) publiées au niveau du rapport de gestion, est-ce que vous changez votre opinion sur la situation de l'entreprise ?

1. Pas du tout	2. Difficilement	3. Assez facilement	4. Facilement	5. Toujours
----------------	------------------	---------------------	---------------	-------------

Q 9 : L'information fournie actuellement par les entreprises au niveau des rapports de gestion est pertinente pour votre prise de décision d'investissement ?

1. Pas du tout pertinente	2. Peu pertinente	3. Assez pertinente	4. Pertinente	5. Très pertinente
---------------------------	-------------------	---------------------	---------------	--------------------

Q 10 : Veuillez indiquer le degré d'utilité que vous accordez à chacun des items d'informations suivants qui peuvent être divulgués dans les rapports annuels des entreprises cotées à la BVMT du secteur non financier.

1. Pas du tout utile, 2. Peu utile, 3. Moyennement utile, 4. Utile, 5. Très utile

Éléments d'information de la grille d'analyse de Botosan (1997)						
1	Informations générales sur l'entreprise					
A	Présentation des objectifs de l'entreprise	1	2	3	4	5
B	Présentation de la stratégie générale de l'entreprise	1	2	3	4	5
C	Discussion des actions prises au cours de l'année en vue d'atteindre les objectifs fixés	1	2	3	4	5
D	Discussion des actions à entreprendre au cours des années futures	1	2	3	4	5
E	Présentation d'un échéancier pour atteindre les objectifs fixés	1	2	3	4	5
F	Discussion des barrières à l'entrée	1	2	3	4	5
G	Discussion de l'effet des barrières à l'entrée sur les profits actuels de l'entreprise	1	2	3	4	5
H	Discussion du niveau de concurrence sur le marché de l'entreprise	1	2	3	4	5
I	Discussion de l'impact de la concurrence sur les profits actuels de l'entreprise	1	2	3	4	5
J	Discussion de l'impact de la concurrence sur les profits futurs de l'entreprise	1	2	3	4	5
K	Description générale des activités de l'entreprise	1	2	3	4	5
L	Identification des principaux produits et services offerts	1	2	3	4	5
M	Description des caractéristiques spécifiques des produits et services offerts	1	2	3	4	5
N	Description des principaux marchés de l'entreprise	1	2	3	4	5
O	Description des principales caractéristiques associées à ces marchés	1	2	3	4	5
2	Sommaire des résultats					
A	Présentation du rendement de l'actif ou bien de l'information nécessaire pour le calculer (c.à.d. le bénéfice net, le taux d'imposition, les charges d'intérêts et le total de l'actif)	1	2	3	4	5
B	Présentation de la marge bénéficiaire nette) ou bien de l'information nécessaire pour la calculer (c.à.d. le bénéfice net, le taux d'imposition, les charges d'intérêts, et le total des ventes)	1	2	3	4	5
C	Présentation de la rotation de l'actif ou bien de l'information nécessaire pour la calculer (c.à.d. le total des ventes et le total de l'actif)	1	2	3	4	5
D	Présentation du rendement des capitaux propres ou bien de l'information nécessaires pour le calculer (c.à.d. le bénéfice net et les capitaux propres)	1	2	3	4	5
E	Présentation d'une variation des données sur les ventes et le bénéfice net pour, au moins, les deux dernières années	1	2	3	4	5

3 Informations non financières						
A	Nombre d'employés	1	2	3	4	5
B	Carnet de commandes	1	2	3	4	5
C	Pourcentage des commandes à livrer l'année prochaine	1	2	3	4	5
D	Pourcentage des ventes pour les produits créés au cours des cinq dernières années	1	2	3	4	5
E	Part de marché	1	2	3	4	5
F	Le montant des nouvelles commandes placées l'année en cours	1	2	3	4	5
G	Nombre d'unités vendues	1	2	3	4	5
H	Prix de vente unitaire	1	2	3	4	5
I	Croissance des unités vendues	1	2	3	4	5
J	Cycle de production	1	2	3	4	5
K	Croissance des ventes dans les régions clés pour lesquelles aucune information sectorielle n'est produite	1	2	3	4	5
L	Volume des matières premières consommées	1	2	3	4	5
M	Prix des matières consommées	1	2	3	4	5
N	Croissance des ventes des produits clés pour lesquels aucune information sectorielle n'est produite	1	2	3	4	5
4 Information à caractère prévisionnel						
A	Comparaison des prévisions de bénéfice avec le bénéfice réel de l'année	1	2	3	4	5
B	Comparaison des prévisions des ventes avec les ventes réelles de l'année	1	2	3	4	5
C	Discussion de l'impact des opportunités offertes à l'entreprise sur les ventes ou les profits futurs	1	2	3	4	5
D	Discussion de l'impact des risques auxquels fait face l'entreprise sur les ventes et profits futurs	1	2	3	4	5
E	Présentation des prévisions de la part de marché	1	2	3	4	5
F	Présentation des prévisions sur les liquidités	1	2	3	4	5
G	Présentation des prévisions des profits	1	2	3	4	5
H	Présentation des prévisions des ventes	1	2	3	4	5
5 Analyse et discussion de la direction (Rapport de gestion) (l'explication des changements doit être fournie)						
A	Variation des ventes	1	2	3	4	5
B	Variation des bénéfices d'exploitation	1	2	3	4	5
C	Variation du coût des marchandises vendues	1	2	3	4	5
D	Variation du coût des marchandises vendues en pourcentage des ventes	1	2	3	4	5
E	Variation de la marge brute	1	2	3	4	5
F	Variation de la marge brute en pourcentage des ventes	1	2	3	4	5
G	Variation des frais de vente et d'administration	1	2	3	4	5
H	Variation des charges d'intérêts ou des intérêts créditeurs	1	2	3	4	5
I	Variation du bénéfice net	1	2	3	4	5
J	Variation des stocks	1	2	3	4	5
K	Variation des créances	1	2	3	4	5
L	Variation des dépenses en capital ou des frais de R&D	1	2	3	4	5
M	Variation de la part du marché	1	2	3	4	5

Éléments d'information ajoutés à la grille d'analyse de Botosan (1997)						
6	Informations sur les actifs incorporels					
A	Description des principaux clients	1	2	3	4	5
B	Description des principaux fournisseurs	1	2	3	4	5
C	Description des axes (activités) de R&D	1	2	3	4	5
D	Résultats obtenus des projets de R&D mis en œuvre	1	2	3	4	5
7	Informations sociales et environnementales					
A	Taux d'absentéisme des employés et nombre de jours de grève	1	2	3	4	5
B	Formation et développement des compétences des employés	1	2	3	4	5
C	Description des dons de charité, subventions, aides financières	1	2	3	4	5
D	Description de l'engagement de la firme dans la collectivité par des projets sociaux spécifiques (activités communautaires, culturelles, éducatives, récréatives et sportives)	1	2	3	4	5
E	Énoncé des activités pour la protection et la préservation de l'environnement physique (conservation des ressources naturelles, maîtrise de l'énergie, protection de la faune et de la flore...)	1	2	3	4	5
F	Description des activités de réduction de la pollution liées aux activités de l'entreprise	1	2	3	4	5
G	La production et la promotion de produits de nature écologique (prohiber l'utilisation des composantes chimiques nocives à la santé et aux écosystèmes, conception d'emballages recyclables...)	1	2	3	4	5
8	Informations sur la gouvernance					
A	Structure de l'actionnariat (principaux actionnaires)	1	2	3	4	5
B	Pourcentage du capital détenu par les principaux actionnaires	1	2	3	4	5
C	Composition du conseil d'administration	1	2	3	4	5
D	Les mandats des administrateurs	1	2	3	4	5
E	Profil des administrateurs	1	2	3	4	5
F	La fréquence des réunions du conseil d'administration	1	2	3	4	5

Q 11 : Veuillez indiquer les informations attendues (demandées) par vous et qui ne sont pas divulguées par la majorité des entreprises cotées à la BVMT du secteur non financier.

1/
2/
3/
4/

PAR HAMADI MATOUSSI
& SOUMAYA LAHKIMI

Choix du mode d'endettement lors d'une décision de financement

Endettement bancaire - **Emission d'emprunt obligataire** - Analyse de l'effet du savoir bancaire et de la qualité de l'entreprise emprunteuse

Au rythme des innovations financières des années 1980, le marché financier français a connu un formidable essor auquel s'est associée l'idée de désintermédiation. Toutefois, les entreprises françaises continuent à se financer par endettement bancaire en dépit de leur capacité à émettre des obligations sur le marché. Cette étude vise à expliquer 387 décisions de choix d'une source d'endettement effectuées par 179 entreprises françaises cotées sur le premier marché sur la période 1997-2004. La démarche suivie dans cette étude est une démarche de vérification d'hypothèses traduisant les prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information et des coûts de transaction en matière de l'intervention du savoir bancaire et de la qualité de l'entreprise emprunteuse dans le choix entre l'endettement bancaire et l'endettement par émission d'obligations. Les résultats fondés sur une régression logistique indiquent que c'est la capacité

des banques à collecter et à produire les informations non disponibles sur leurs clients, leur pouvoir disciplinaire et leur pouvoir de renégociation qui expliquent le choix de la source d'endettement dans le contexte français. Les mécanismes de gouvernance interviennent aussi dans le choix du mode d'endettement.

Mots clés : Endettement bancaire ; endettement sur le marché ; asymétrie d'information ; coûts de transaction, pouvoir disciplinaire des banques, mécanismes de gouvernance.

1- Introduction

Depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958), la problématique de la structure financière a constitué un thème central de la finance de l'entreprise. C'est ainsi qu'une littérature financière abondante a porté sur le choix et les déterminants de la structure du capital. Bien que les études sur la structure du capital se soient initialement concentrées sur la décision de financement optimale, la réflexion s'est élargie pour incorporer d'autres problématiques relatives à la structure

d'endettement (Easterwood, Kadapakkam, 1991 ; Barclay, Smith, 1995 ; Hoven-Stohs, Mauer, 1996 ; Johnson, 1998 ; Krishnaswami et al., 1999 ; Denis, Mihov, 2003 ; Alonso et al., 2005 ; Arena, Howe 2009 ; Singhanian, Seth, 2010 ; Arena, 2011 ; Aldamen et al., 2012 ; Jara Bertin, 2012). L'intérêt de telles études provient de l'évolution et de la modification de l'environnement financier et économique des entreprises et des banques. En effet, l'énorme développement des marchés financiers a permis à de nombreuses entreprises un accès facilité au financement direct sans intermédiaire, phénomène appelé la désintermédiation financière. Suite aux réformes de libéralisation des activités bancaires et financières des années 1980 et au rythme des innovations financières depuis la fin des années 1970, les marchés de capitaux ont connu un formidable essor dans la majorité des économies matures. Par conséquent, le poids des marchés financiers dans le financement de l'économie a augmenté au détriment de celui des banques. L'introduction de nouveaux titres et la création de nouveaux marchés ont promu les financements par émission de titres. À cette expansion des financements de marché s'est associée la problématique de la place des intermédiaires financiers dans le financement de l'économie. Pourtant, en France, la part des banques reste respectable selon les statistiques de la banque de France (1) (Boutillier, Bricogne, 2006). En effet, elles sont indispensables pour les services qu'elles rendent aux agents non financiers (collecte de dépôts, octroi de crédits, fourniture de moyens de paiement) et aux marchés financiers (fonctionnement, intermédiaires, introduction en bourse, liquidité, détermination des prix...). Notre

constat est donc la résistance des intermédiaires financiers devant l'essor des marchés financiers.

Par ailleurs, l'endettement auprès des établissements financiers est souvent considéré comme la source de fonds la plus importante pour les petites entreprises. L'accès de ces dernières aux marchés financiers est limité par le coût élevé d'émission et d'autres coûts de transaction associés à l'émission de dette sur le marché. Il n'est pas surprenant donc que les petites entreprises, les moins connues et qui sont sujettes à l'asymétrie d'information se dirigent plus vers l'endettement auprès des établissements financiers. Toutefois, Blackwell et Kidwell (1988), Carey et al. (1993) et Krishnaswami et al. (1999), constatent que l'endettement auprès des établissements financiers est aussi important pour les grandes entreprises, bien connues et qui ont accès facile au marché. Ceci suggère que, comparé à l'endettement sur le marché financier, l'endettement auprès des établissements financiers peut offrir des intérêts autres que le faible coût d'émission. De nombreuses contributions théoriques et empiriques ont tenté d'expliquer le choix du type d'endettement, endettement bancaire ou endettement sur le marché. Etablir les préférences des entreprises en termes de marché d'endettement demande d'identifier au préalable les facteurs différenciant dette bancaire de dette sur le marché. Depuis les travaux de Gurley et Shaw (1960) qui mettent l'accent sur le rôle des intermédiaires financiers dans la procédure d'allocation de l'épargne à l'investissement, la théorie de l'intermédiation financière s'est enrichie

(1) En 2004, la part prise par les intermédiaires financiers (banques) dans le financement accordé aux agents non financiers est à l'entour de 40% (Boutillier, Bricogne, 2006).

des apports récents exprimés en termes de capacité des intermédiaires financiers à produire l'information (Fama, 1985), à contrôler les emprunteurs (Diamond, 1984), à renégocier les contrats d'endettement (Berlin, Mester, 1992) et à former la réputation des emprunteurs (Diamond, 1991). Il s'agit en fait des principaux attributs de l'endettement bancaire avancés par la théorie de l'asymétrie d'information et de la théorie des coûts de transaction. Notre étude tente d'apporter une contribution à ce volet de la recherche en mettant en avant l'influence de l'interaction du savoir bancaire avec certaines caractéristiques de l'entreprise sur le choix de la source d'endettement. Ainsi, la question de notre recherche est la suivante : qu'est ce qui pousse les entreprises à se financer par endettement bancaire en dépit de leur capacité à émettre des obligations sur le marché ? Dans cette étude nous nous proposons d'expliquer le choix des entreprises françaises entre l'endettement bancaire et l'endettement sur le marché par l'émission d'obligations. Plus spécifiquement, il s'agit d'identifier les déterminants du choix des entreprises françaises entre endettement bancaire et émission d'emprunt obligataire sur le marché financier. Pour ce faire, nous puisons dans un premier temps, dans deux courants théoriques les déterminants potentiels : la théorie de l'asymétrie d'information et la théorie des coûts de transaction. Le pouvoir explicatif de ces facteurs sera testé, dans un deuxième temps, sur des données françaises.

2- Endettement bancaire - émission d'emprunt obligataire : revue de la littérature

Personne ne peut nier que nous sommes à une époque où des marchés financiers omniprésents permettent le transfert direct d'épargne, par

achat et vente de titres sans intermédiaires. Toutefois, en considérant l'énorme potentiel des marchés financiers, la résistance des banques amène à penser qu'il y a véritablement place pour une théorie de l'intermédiation financière. Celle-ci ne s'est évidemment pas développée de façon autonome et ses emprunts à la théorie financière, aux sciences économiques et à la théorie des organisations ont progressivement structuré un corps théorique (Lobez, 1997). La justification de l'existence de firmes financières au sein des marchés a nécessité le relâchement de l'hypothèse de marché financier parfait. Le relâchement de cette hypothèse a permis le développement d'approches plus fécondes concernant la justification de l'existence des intermédiaires financiers. Il s'agit des approches relatives aux théories de l'asymétrie d'information et des coûts de transaction.

La prise en compte des asymétries d'information a considérablement enrichi la compréhension de la firme bancaire, tant dans sa légitimité que dans son fonctionnement. Ainsi, le choix par l'entreprise entre dette bancaire et émission de titres de créance n'est pas une décision neutre, dès lors que l'information n'est pas identiquement distribuée sur le marché du crédit. Les études antérieures sur l'intermédiation financière se sont exclusivement concentrées sur le rôle des intermédiaires financiers et en particulier les banques dans la réduction de l'asymétrie d'information. Les chefs de file de cette littérature, Leland et Pyle (1977), suggèrent que l'asymétrie d'information peut être la première raison pour laquelle l'intermédiation financière existe. À leur tour, les coûts de transaction constituent des problèmes importants pour les marchés financiers. Un des rôles des intermédiaires financiers est de réduire ces coûts et ceci en

fonction de la qualité de l'emprunteur (Williamson, 1985). Dans cette étude, nous nous proposons de vérifier ces prédictions de la théorie de l'intermédiation financière en développant des hypothèses relatives aux attributs du financement bancaire : son avantage informationnel, son pouvoir disciplinaire, sa capacité de renégociation des contrats de dette et son rôle dans la formation de la réputation des entreprises emprunteuses.

2.1. L'avantage informationnel des banques : la production et la confidentialité de l'information

Les investisseurs potentiels ont besoin d'avoir accès à des informations périodiques, fiables et suffisamment disponibles pour pouvoir apprécier la gestion menée par la direction. Ainsi, en opérant sur le marché, les contractants sont forcés de révéler de l'information afin de coordonner leurs intérêts divergents. La révélation de l'information peut donc réduire la méfiance au sein de l'entreprise. Toutefois, en fournissant cette information aux investisseurs potentiels sur le marché, l'entreprise risque d'informer une tierce partie qui peut entreprendre des actions en son détriment (Bhattacharya, Chiesa, 1995; Yocha, 1995). Ainsi, l'entreprise qui recourt au financement sur le marché se confronte au problème de la confidentialité de l'information et les investisseurs se trouvent devant un problème d'asymétrie d'information, d'où le développement de la théorie de l'intermédiation financière comme une solution à ce problème.

Le développement de la théorie de l'intermédiation financière (Diamond, 1984 ; Ramakrishnan, Thakor, 1984 ; Boyd, Prescott, 1986) a présenté une nouvelle vision du rôle de la banque dépassant la vision classique limitant le rôle de cette dernière à un gestionnaire de

portefeuille. Le développement de cette théorie a été favorisé par tout un contexte économique dans lequel les investisseurs cherchent à résoudre le problème d'asymétrie d'information. Une telle théorie s'appuie sur les capacités des intermédiaires financiers à réaliser des économies d'échelle dans la production de l'information puisqu'ils sont susceptibles de collecter l'information interne non disponible et coûteuse (Fama, 1985). Ramakrishnan et Thakor (1984), Boyd et Prescott (1986) et Hadlock et James (1997) supportent que les prêteurs privés aient un avantage informationnel par rapport aux prêteurs sur le marché. En effet, si les prêteurs sur le marché ne disposent que d'information publique pour évaluer les risques de l'entreprise, les prêteurs privés ont typiquement accès à l'information non publiée surtout concernant les opportunités futures de l'entreprise. Les intermédiaires financiers ont ainsi un avantage comparatif en produisant d'une façon précontractuelle l'information spécifique à l'entreprise. Par ailleurs, Bhattachary et Chiesa (1995) et Yosha (1995) suggèrent qu'il est plus aisé pour l'entreprise de révéler l'information spécifique à un petit groupe de prêteurs qu'à un groupe dispersé. D'où l'hypothèse :

H.1 Les entreprises à forte asymétrie d'information précontractuelle (problème de sélection adverse) recourent plutôt à l'endettement bancaire.

Par ailleurs, en plus de leur accès à l'information privée des entreprises clientes, les banques présentent l'avantage de garder cette information confidentielle. En effet, contrairement au financement sur le marché qui induit l'entreprise à partager l'information privée avec les autres acteurs de son environnement en la rendant publique, l'endettement bancaire permet

aux entreprises de garder ces informations confidentielles en limitant sa communication aux seules parties contractées (Bhattachary, Chiesa, 1995 ; Yosha, 1995 ; Marra, suijs, 2004). En conséquence, une autre implication de l'hypothèse de la sélection adverse est que : si les banques sont plus informées que les prêteurs publics, les entreprises avec des informations privées favorables concernant leur valeur et leurs bénéfices futurs, recourent à l'endettement intermédié pour éviter les coûts de sélection adverse de l'endettement sur le marché (Hadlock, James, 1997 ; Krishnaswami et al., 1999). D'où l'hypothèse :

H.2 Les entreprises détenant des informations privées font recours à l'endettement bancaire.

2.2. Le pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire

L'endettement peut créer des conflits entre les emprunteurs et les créanciers, étant donné que ces partenaires de l'entreprise sont liés par des relations d'agence qui peuvent devenir conflictuelles. Ces conflits naissent du fait que les actionnaires et les dirigeants (les emprunteurs) dont les intérêts sont réunis pour la circonstance détournent les fonds de l'entreprise pour leurs comptes aux dépens des créanciers. Les intermédiaires financiers émergent comme des spécialistes de contrôle susceptibles de réduire ces conflits (Diamond, 1994). Toutefois, il existe plusieurs mécanismes internes et externes de contrôle du comportement du dirigeant, réduisant les conflits d'agence entre les dirigeants et les investisseurs. D'où l'intérêt de vérifier la possibilité de substitution entre le pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire et les mécanismes de gouvernance de l'entreprise.

L'endettement bancaire et la réduction des problèmes de risque moral

La présence d'un endettement excessif dans la structure du capital amène les dirigeants à gérer l'entreprise dans leur seul intérêt, au détriment des prêteurs. Ils provoquent des transferts de valeur des créanciers vers les actionnaires et évitent les transferts dans le sens inverse. Il résulte de ce comportement opportuniste, des décisions d'investissement erronées : acceptation de projets à valeur actuelle nette négative (augmentation du risque de l'entreprise : le problème de substitution des actifs) et le refus de projets à valeur actuelle nette positive (problème de sous-investissement) qui aboutissent à diminuer la valeur globale de la firme. Ces conflits d'agence entre les prêteurs et les créanciers s'accroissent en présence d'opportunités d'investissement (Myers, 1977). La solution sera donc de financer ces opportunités d'investissement par la source qui limite ces conflits d'agence. Selon la conception de la théorie de l'agence, ce sont les intermédiaires financiers qui paraissent les plus adaptés à ce rôle disciplinaire (Jara Bertin et al., 2012). Le pouvoir disciplinaire des banques a fait l'objet de plusieurs études académiques. C'est Diamond (1984) et Fama (1985) qui ont été les premiers à s'intéresser au rôle de contrôleur de la banque et ont prouvé que c'est la délégation du contrôle, pour Diamond, et l'avantage informationnel dont dispose les banques, pour Fama, qui leur permettent d'assurer convenablement la fonction de contrôle. Les modèles théoriques présentés par Diamond (1984), Ramakrishnan et Thakor (1984), Boyd et Prescott (1986) et Besanko et Kanatas (1993), considèrent que les

banques ont un avantage comparatif par rapport au marché de capitaux au niveau de l'examen, de la sélection et du contrôle des entreprises clientes. En effet, selon Fama (1985), les prêteurs individuels (les obligataires) n'ont accès qu'à l'information diffusée publiquement par la firme. Toutefois, l'intermédiaire financier jouit d'un accès plus facile à l'information et peut participer au processus décisionnel. En effet, l'intermédiaire financier peut être à la fois actionnaire et partenaire de la firme cliente. En tant qu'actionnaire, l'intermédiaire financier peut contrôler de près l'utilisation des fonds prêtés à travers sa présence au sein du conseil d'administration. En tant que partenaire, l'intermédiaire financier peut coopérer avec l'entreprise pour mieux prévoir et profiter des opportunités qui se présenteront. Ainsi, en jouant ce triple rôle d'actionnaire, de créancier et de partenaire, une banque internalise, selon Stiglitz (1985), les conflits d'intérêts qui peuvent exister entre les actionnaires, les créanciers et les dirigeants en réduisant les coûts d'agence. Par conséquent, les entreprises avec de fortes opportunités de croissance vont profiter des coûts contractuels faibles en choisissant le financement par endettement intermédié d'où l'hypothèse suivante :

H.3 Les entreprises ayant de fortes opportunités d'investissement optent pour l'endettement bancaire.

La substitution entre le pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire et les mécanismes de gouvernance de l'entreprise

Dans la mesure où différents mécanismes de contrôle sont en place au sein de l'entreprise, le contrôle potentiel d'un mécanisme peut être

substitué par un autre alternatif (Williamson, 1983 ; Charreaux, 1994). Burkart et al. (1995) avancent l'hypothèse que les entreprises forment un conglomérat de mécanismes de gouvernance de manière à éviter la duplication du contrôle. En effet, si le comportement du dirigeant est déjà convenablement contrôlé, il est inutile d'ajouter d'autres mécanismes de contrôle complémentaire qui peuvent réduire la richesse des actionnaires à cause de la réduction de l'initiative managériale. L'étude des interactions et de substitution entre les différents mécanismes de gouvernance a été soulevée par différents chercheurs (Rediker et Seth, 1995 ; Bozec, 2005 ; Fernández, Arrondo, 2005 ; Arena, Howe, 2009). Ils ont étudié la possibilité de l'existence de relations entre les différents mécanismes de contrôle qui forment le système de gouvernance de l'entreprise. Par extension, du fait que la théorie de l'agence considère le choix du mode de financement comme une solution aux conflits d'agence qui naissent entre les dirigeants et les bailleurs de fonds potentiels, en absence d'un mécanisme de sauvegarde puissant des intérêts de ces derniers qu'il soit interne, le conseil d'administration ou externe, un auditeur externe de qualité, le recours au financement bancaire sera la meilleure solution pour discipliner les dirigeants. En effet, c'est l'effet de substitution des mécanismes de gouvernance, suggérant l'interaction des différents systèmes de contrôle, notamment dans le cadre de la relation entre la structure financière des sociétés et la discipline exercée par les apporteurs de capitaux, qui sera pris en considération dans le développement des hypothèses qui suivent. Nous trouvons intéressant de vérifier l'existence des effets de substituabilité entre les mécanismes de gouvernance de l'entreprise, le conseil d'administration et l'audit

externe, et le financement par endettement bancaire qui intervient en tant que mécanisme de discipline des dirigeants. Une telle situation permettra aux entreprises d'éviter la duplication de contrôle. La considération dans la présente étude des deux mécanismes de gouvernance, le conseil d'administration et l'audit externe, est expliquée par le fait que le système de gouvernement des entreprises françaises est plutôt un système interne basé essentiellement sur le conseil d'administration et l'audit externe paraît le mécanisme de gouvernance externe le plus puissant. En se basant sur les effets de substituabilité entre les mécanismes de gouvernance et afin d'éviter la duplication de contrôle, nous avançons les hypothèses suivantes :

H.4 Les entreprises disposant d'un conseil d'administration à fort pouvoir disciplinaire n'optent pas pour l'endettement bancaire.

H.5 Les entreprises auditées par un auditeur de qualité n'optent pas pour l'endettement bancaire.

2.3. Le rôle de la qualité de l'entreprise emprunteuse selon les conceptions de la théorie des coûts de transaction

Pour la théorie des coûts de transaction, l'existence des firmes s'explique par l'imperfection des marchés, avec pour principale cause d'imperfection les coûts d'utilisation du système de prix (Coase 1937). De ce point de vue, les firmes financières ont leur raison d'être dans l'imperfection du marché financier dont les coûts de transaction. Ces derniers peuvent être d'ailleurs d'autant plus élevés que les préférences des emprunteurs et des prêteurs sont très différentes. Le comportement opportuniste des dirigeants en tant qu'emprunteurs les incite à ne

pas respecter les contrats de dettes et d'exploiter les failles des arrangements contractuels. Une telle situation rend les coûts de contrôle excessifs et l'internalisation s'impose comme une solution plus évidente Williamson (1985). Selon Williamson (1991), l'intermédiaire financier permet la coordination de l'ensemble des contrats conclus entre les créanciers individuels sur le marché de dettes. Le recours au marché est alors préconisé en cas de certitude, dans lequel les agents sont capables de déterminer les différents états de la nature et d'imposer certaines clauses contractuelles. Cependant en cas d'incertitude, c'est le recours à un intermédiaire qui se justifie le plus. Les intermédiaires financiers assurent un contrôle de qualité en internant les conflits d'agence entre les prêteurs et les emprunteurs.

En transposant les concepts de la théorie des coûts de transaction à la relation de crédit, la spécificité de la transaction sera assimilée à la spécificité de la dette ou encore à la qualité de l'entreprise emprunteuse (Lobez, 1997). Selon Williamson (1985), la frontière entre banques et marchés financiers s'établit ainsi. Aux banques, les crédits à priori plus risqués (accordés aux entreprises présentant une détresse financière et structurellement plus récentes, les jeunes entreprises) vu le pouvoir de renégociation de l'endettement bancaire et sa capacité à consolider la réputation des entreprises emprunteuses sur le marché financier. Aux marchés, les crédits aux entreprises de bonne signature ou pouvant faire valoir une crédibilité certaine quant à leur solvabilité. Et nous voyons ici se dessiner le profil d'un cycle du crédit par lequel les entreprises commencent par emprunter auprès des banques jusqu'à acquérir une réputation leur permettant ensuite de se financer directement sur les marchés (Diamond, 1991).

La négociabilité du contrat d'endettement bancaire

La possibilité de déclaration de faillite avec ses effets néfastes sur la valeur des actifs de l'entreprise pendant la procédure de liquidation peut enrichir ce débat sur le choix de la source d'endettement. Selon Berlin et Loeys (1988) et Berlin et Mester (1992), le contrat d'endettement bancaire se caractérise avant tout par sa plus grande renégociation. Autrement dit, l'endettement bancaire permet d'adapter, plus rapidement et plus précisément, les termes de la relation de crédit à l'évolution de la situation de l'entreprise. Le choix de la source d'endettement peut ainsi être expliqué par la possibilité de renégociation du contrat d'endettement. Le grand nombre d'intervenants sur le marché financier rend difficile la négociation de l'endettement obligataire. En effet, n'importe quelle décision nécessite l'accord de toutes les parties impliquées. Alors que l'endettement auprès des intermédiaires financiers implique un petit nombre d'intervenants qui ont des relations permanentes avec les emprunteurs. Ce type de contrat implique un contrôle intense de l'activité de l'entreprise qui réduit l'asymétrie d'information et favorise le processus de renégociation. Ainsi, la dette bancaire est renégociable dans la mesure où la banque créancière est monolithique et où les problèmes de coordination entre créanciers ne se posent pas. À l'inverse, un financement obligataire ne présente pas cette même qualité, les créanciers étant multiples, disséminés et non coordonnés. Dans cette perspective, Rajan (1992) affirme que les débiteurs de bonne qualité choisiront un financement marchésé, à l'inverse des firmes risquées, qui souffriront par ailleurs d'un pouvoir de monopole de la banque. Rajan (1992) est rejoint sur ce plan par Berlin et Mester (1992) et Chemmanur et Fulghieri

(1994) qui suggèrent que la flexibilité du contrat d'endettement bancaire est particulièrement évidente lorsque l'entreprise est en difficulté. Gilson et al. (1990) montre qu'un emprunteur en difficulté a plus de chance d'obtenir une restructuration de son endettement lorsqu'il est financé par dette bancaire que lorsqu'il est financé par dette sur le marché. Le contrat bancaire rend donc moins probable la faillite des entreprises qui présentent de sérieuses chances de redressement d'où l'hypothèse :

H.6 Les entreprises exposées à des difficultés financières optent pour l'endettement bancaire.

Le rôle du capital réputationnel

C'est Diamond (1991) qui a soulevé la question de l'intervention de la réputation dans le choix de financement. En effet, il considère que le choix du type d'endettement dépend du problème de risque moral au niveau de la relation prêteur emprunteur. Deux mécanismes sont susceptibles de limiter ce problème post-contractuel : la surveillance exercée par la banque après l'octroi du crédit et le désir de l'emprunteur de développer ou de maintenir sa réputation auprès de ses créanciers. Le degré d'intermédiation du contrat de prêt dépend de la réputation du crédit de l'entreprise. Les emprunteurs disposant d'une notation élevée vont s'adresser directement au marché. Ces derniers ont en effet intérêt à s'abstenir de tout comportement opportuniste afin de préserver les privilèges associés à leur bonne réputation (taux d'intérêt moins élevés). Le risque moral est donc faible et la surveillance n'est pas nécessaire. Les emprunteurs faiblement réputés n'ont rien à perdre en sélectionnant des projets risqués. La surveillance bancaire ne permet pas d'inciter ces emprunteurs à sélectionner des projets plus raisonnables et

ne peut tout au plus servir qu'à éliminer les emprunteurs pris en flagrant délit de substitution d'actifs. Les entreprises appartenant à des classes de risque intermédiaire constituent la clientèle principale des banques. L'effet combiné des effets de réputation et de la surveillance permet d'inciter ces emprunteurs à sélectionner des projets peu risqués. Ces résultats mettent en évidence un véritable « cycle de vie » en termes de financement : les entreprises jeunes (historique limité) sont contraintes à s'adresser aux banques, au bout d'un certain nombre d'années sans défaillance, les entreprises constatent le développement de leur réputation et accèdent au financement désintermédié. Le modèle de Diamond (1991) conclut donc que les entreprises dont la réputation reste à établir opteront prioritairement pour un financement bancaire alors que les entreprises de bonne réputation accéderont directement au crédit par l'émission de titres sur le marché financier. Petersen et Rajan (1994) prétendent que la réputation est un actif à long terme. En premier lieu, la réputation de l'entreprise est reflétée dans ses relations avec les intermédiaires financiers. Puis, seulement lorsque l'entreprise a consolidé sa réputation comme un prêteur bancaire qu'il sera opportun d'émettre des emprunts obligataires. En s'appuyant sur ce développement, nous avançons l'hypothèse suivante :

H.7 Les entreprises en phase de constitution d'un capital réputationnel optent pour l'endettement bancaire.

3. Données de l'étude

3.1. Présentation de l'échantillon

Afin de pouvoir examiner les décisions d'endettement des entreprises, nous avons fait

appel aux données des entreprises françaises ayant effectué une émission d'emprunt obligataire ou obtenu un emprunt bancaire entre 1997 et 2004. Le choix des entreprises françaises est justifié par l'idée de désintermédiation financière souvent corrélée avec l'expansion du marché financier français. Notre échantillon initial est la liste de toutes les entreprises cotées sur le premier marché français pour lesquelles les informations sont disponibles sur la base de données DIANE sur la période allant de 1997 à 2004. Le choix du premier Marché est justifié par le questionnement de cette étude, pourquoi les entreprises qui ont un accès facile aux marchés financiers choisissent de se financer auprès des banques, étant donné que sur le premier marché se négocient les titres des entreprises les plus importantes par la taille. Pour s'épargner donc du biais que les entreprises qui n'ont pas un accès facile au marché sont celles qui se financent le plus par emprunt bancaire, nous nous sommes limités aux entreprises cotées sur le Premier Marché. Pour le sous-échantillon d'emprunt obligataire, nous avons fait appel aux prospectus d'émission des emprunts obligataires qui sont disponibles à partir de 1997 sur le site de l'Autorité du Marché Financier. Notre échantillon initial d'émission d'emprunt obligataire est composé de 533 émissions effectuées sur la période allant de 1997 à 2004. Les entreprises financières (assurances, fonds de pensions, OPCVM et autres intermédiaires financiers monétaires) sont écartées. Parfois, les entreprises font plus qu'une émission au cours d'une même année. Après l'agrégation des émissions effectuées la même année par la même entreprise, l'élimination des entreprises financières et les entreprises dont les données ne sont pas disponibles sur la base DIANE,

notre échantillon s'est réduit à 161 émissions d'emprunt obligataire. Cet échantillon d'emprunts obligataires englobe, comme dans Krishnaswami et al. (1999), l'émission d'obligations ordinaires à taux fixe et variable, l'émission d'obligations convertibles en actions, l'émission d'obligations à bon de souscription et l'émission d'obligations à option de remboursement anticipé.

Pour le sous-échantillon des emprunts bancaires, vu que l'information relative à la décision de recourir à un emprunt bancaire n'est pas directement disponible, nous avons opéré par recoupement. Nous avons fait recours à la rubrique emprunts et dettes auprès des établissements de crédit du bilan des entreprises non financières cotées sur le premier marché. Puis nous avons calculé la différence entre les montants de cette rubrique des années t et $t-1$ pour toute la période allant de 1997 à 2004. Seulement lorsque la différence est positive, nous avons retenu l'entreprise dans l'échantillon comme cas de décision d'emprunt bancaire. Le sous-échantillon initial d'emprunt bancaire est constitué de 266 décisions d'emprunt bancaire. Les entreprises retenues dans l'échantillon final de l'étude doivent avoir opté au cours d'une seule année à l'une ou l'autre des décisions d'endettement. Lorsque les deux décisions sont prises simultanément la même année, le cas est éliminé. Ces critères ont donné lieu à un échantillon final de 387 décisions d'endettement, effectuées par 179 entreprises dont les comptes sont disponibles et mis à jour. 141 émissions d'emprunts obligataires effectuées par 68 entreprises et 246 décisions d'emprunt bancaire effectuées par 111 entreprises. Les données utilisées dans cette étude sont extraites de la base de données DIANE.

3.2. Définitions et mesures des variables

La variable dépendante

Dans cette étude, nous cherchons à expliquer le choix de la forme d'endettement. Par ailleurs, et par opposition aux études antérieures qui s'intéressent essentiellement à la structure financière déjà existante au sein de l'entreprise, cette recherche étudie les nouvelles décisions de financement. Cette approche permet de mieux examiner la décision de financement et le choix de la source d'endettement. Ce qui ne peut pas être mis en évidence en utilisant une mesure statique telle que les ratios exprimant la situation financière déjà existante au sein de l'entreprise. La variable à expliquer « Emprunt » est donc dichotomique qui prend la valeur « 1 » en cas d'emprunt bancaire et la valeur « 0 » en cas d'émission d'emprunt obligataire.

Les variables indépendantes

• Les coûts contractuels de sélection adverse

Pour analyser l'importance des problèmes de sélection adverse dans l'explication de la structure d'endettement, nous construisons deux mesures approximatives du degré d'asymétrie d'information ex-ante pour chaque entreprise.

La volatilité résiduelle des rendements : Selon Dierkens (1991), la variance résiduelle des rendements est une mesure de l'asymétrie d'information qui commence par l'incertitude globale de l'entreprise puis corrigée par l'incertitude d'information commune entre le marché et les dirigeants. La variable écart-type résiduelle capte l'incertitude spécifique à l'entreprise qui persiste après avoir enlevé de

l'incertitude globale de l'entreprise, l'incertitude qui est commune entre les dirigeants de l'entreprise et le marché. Au niveau de cette étude, nous procédons comme dans Krishnaswami et al. (1999), Huson et al. (2003), Butler et al. (2007) et Arena (2011), pour chaque entreprise et pour chaque année dans notre échantillon, l'écart-type résiduel est défini comme l'écart-type des résidus de la régression du modèle du marché en utilisant les rendements mensuels de l'année antérieure à la décision d'endettement. Nous attendons à ce que les entreprises avec un niveau élevé d'asymétrie d'information concernant leur valeur, aillent avoir une volatilité résiduelle élevée de leur rendement. Les hypothèses de sélection adverse suggèrent une relation positive entre l'écart-type des résidus et le recours à l'endettement bancaire.

La volatilité des rendements : si l'information relative à la valeur de l'entreprise n'est pas transparente, la divergence des opinions des investisseurs sur le marché sera importante. Shalen (1993) a montré que la volatilité des cours est reliée à la dispersion des prévisions des cours futurs et peut intervenir comme un bon estimateur de l'asymétrie d'information. Selon Brennan et al. (1995), il est bien fondé que les mesures de sélection adverse sont corrélées avec la volatilité des rendements. Dans notre étude et comme Van Ness et al. (2001), Frankel et al. (2004) et Clarke et al. (2004), nous utilisons l'écart-type des rendements des titres pour approximer la volatilité de ces rendements et par suite l'asymétrie d'information post-contractuelle. Pour chaque entreprise, nous calculons l'écart-type des rendements mensuels de l'année qui précède la décision de crédit tout en utilisant les cours de clôture mensuels.

Volatilité des rendements, $\sigma(R_{it}) = \sigma(P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$, où P_{it} et P_{it-1} sont les prix de fermeture mensuels du marché du titre i respectivement à la fin des périodes t et $t-1$.

• L'information privée

Les hypothèses de sélection adverse prédisent aussi que si les intermédiaires financiers sont mieux informés que les créanciers sur le marché obligataire, les entreprises avec des informations privées favorables concernant les bénéfices futurs vont ainsi se rapporter plus à l'endettement auprès des établissements financiers (Krishnaswami et al., 1999 ; Hadlock, James, 1997). Puisque ces prédictions sont plus supportées dans un modèle dans lequel il y a asymétrie d'information entre les créanciers et les créditeurs, l'information privée favorable doit être inobservable sur le marché à la date de l'émission de dette. Comme Barclay et Smith (1995), Hoven-Stohs et Mauer (1996), Krishnaswami et al. (1999) et Chen et Pan (1999), nous mesurons l'information privée favorable par le bénéfice futur anormal de l'entreprise. En se basant sur le résultat de Watts et Zimmermann (1986) selon lequel le bénéfice annuel suit une marche aléatoire, nous mesurons le bénéfice futur anormal de l'année t comme le bénéfice par action de l'année $t+1$ moins le bénéfice par action de l'année t sur le cours de l'année t .

Le bénéfice futur anormal = bénéfice par action t - bénéfice par action $t-1$ / cours de clôture $t-1$

Nous attendons que les entreprises avec des informations favorables concernant leurs bénéfices futurs ont un bénéfice futur anormal élevé. Les hypothèses de sélection adverse suggèrent une relation positive entre le bénéfice futur anormal et le recours à l'endettement auprès des établissements financiers.

• Les coûts de risque moral : indice des opportunités d'investissement

Puisque le degré d'asymétrie d'information n'est pas directement observable, les chercheurs se sont amenés à utiliser des mesures approximatives. Smith et Watts (1992) suggèrent que les dirigeants des entreprises avec un taux de croissance élevé soient plus informés que les investisseurs externes de leurs opportunités d'investissement ainsi que de leurs rendements prévisionnels. Ainsi, l'existence d'importantes opportunités d'investissement indique l'existence d'importants problèmes d'asymétrie d'information. Cependant, l'existence des actifs en place indique la faiblesse des problèmes d'asymétrie d'information. Au niveau de cette étude, nous approximations le degré d'asymétrie d'information par les opportunités d'investissement présentes dans l'entreprise. Etant prospective et inobservable, il est difficile d'évaluer directement cette variable. Beaucoup de mesures ont été proposées par la littérature pour approximer les opportunités de croissance (le ratio valeur marchande sur valeur comptable, le ratio bénéfice sur cours, le niveau de recherche et développement, ratio d'amortissement...). Dans le but de résumer cette information, nous proposons de procéder comme Gaver et Gaver (1993) en construisant un indice à partir d'une analyse en composantes principales (ACP). Conformément aux études antérieures (Kullapur, Trombley, 1999 ; Adam, Goyal, 2008 ; Jara Bertin et al., 2012), nous retenons les variables suivantes, le ratio valeur marchande sur valeur comptable des actifs, VM / VC Actifs, qui est fonction croissante des opportunités d'investissement, le ratio bénéfice sur cours, Bénéfice / Cours, et le ratio d'amortissement,

Ratio amort, qui expriment tous les deux les actifs en place par opposition aux opportunités d'investissement.

Tableau 1. Matrice des composantes (indice des opportunités d'investissement)

Variables	Composante 1	Composante 2
Bénéfice / Cours	0,522	-0,101
VM / VC Actifs	-0,525	-0,003
	0,051	0,995

Bénéfice / Cours : ratio rapportant le BAII de l'année qui précède l'année de la décision d'endettement au cours de clôture de la même année ;
VM / VC Actifs : ratio rapportant total des actifs - fonds propres + capitalisation boursière au total des actifs ;
Ratio amort. : ratio rapportant la somme des amortissements à la capitalisation boursière.

Selon la matrice de composantes (tableau 1), le premier facteur extrait de l'ACP est significativement positivement corrélé avec la variable Bénéfice / Cours (0,522) et significativement négativement corrélé avec la variable VM / VC Actifs (-0,525). Ce facteur oppose ainsi la variable approximant les actifs en place à la variable approximant les opportunités d'investissement. Nous le considérons, en conséquence, comme un facteur des actifs en place par opposition aux opportunités d'investissement. Nous attendons à ce que ce facteur soit négativement corrélé avec la décision de recourir à l'endettement bancaire. Le deuxième facteur est seulement, significativement, positivement corrélé avec la variable ratio d'amortissement (0,99). Ce facteur est donc positivement corrélé avec la mesure des actifs en place et nous l'interprétons comme un facteur des actifs en place. Par conséquent, nous attendons à ce qu'il ait un impact négatif sur la décision de recourir à l'endettement bancaire.

• **L'intensité de contrôle du conseil d'administration : indice du CA**

Afin de capter les différents aspects du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et à l'instar de Gillan et al. (2003) et Cai et al. (2009), nous effectuons une analyse en composantes principales qui permet de résumer l'information de divers substituts du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration sous un même indice. Le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration est apprécié à travers ses caractéristiques, essentiellement, sa taille, sa composition et son indépendance (Jensen, 1986). Dans une optique disciplinaire, un conseil d'administration composé d'une fraction plus élevée de membres indépendants, présidé par une personne qui n'assure pas la direction générale, et de préférence de taille réduite, est préférable pour veiller aux intérêts des actionnaires (Jensen, 1993). Conformément aux études antérieures (Anderson et al., 2004 ; Truong, 2006 ; Ahmed et al., 2007), dans cette étude nous utilisons quatre variables approximant le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration, la taille du conseil d'administration, la direction du conseil d'administration, l'âge moyen du conseil d'administration et la proportion des administrateurs externes dans le conseil d'administration.

- La taille du conseil d'administration : elle est mesurée par le logarithme népérien du nombre total des administrateurs tant internes qu'externes qui siègent dans le conseil d'administration. $Taille\ CA = \ln \text{ nombre total des administrateurs.}$

- La séparation des fonctions de direction et de présidence du conseil d'administration :

Direction CA = 1 si le président du CA n'est pas lui-même le PDG de la société
= 0 sinon

- L'âge moyen du conseil d'administration :
Age CA = $\Sigma \text{ âges de tous les administrateurs} / \text{ nombre total des administrateurs.}$

- L'indépendance du CA : approximée par la proportion des administrateurs externes dans le conseil d'administration, PROP.AE = Nombre d'administrateurs externes (2) / Nombre total d'administrateurs.

D'après la matrice de composante (tableau 2), un seul facteur est extrait de l'ACP pour expliquer l'intercorrélation entre les quatre mesures du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration. Ce facteur est significativement positivement corrélé avec les variables traduisant l'efficacité du conseil d'administration (Direct. CA (0,670), Age CA (0,754), % adm. ext (0,762) et significativement négativement corrélé avec la taille du conseil d'administration (Taille. CA, -0,706). Plusieurs auteurs (Jensen, 1993 ; Yermack, 1997 ; Eisenberg et al., 1998) recommandent une petite taille du conseil d'administration pour un bon fonctionnement. Ce facteur s'interprète donc comme le facteur du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration. Nous nous attendons à ce qu'il ait un impact négatif sur la décision de recourir à l'endettement bancaire.

(2) Dans cette étude et en fonction des données dont nous disposons, nous définissons un administrateur externe, celui ou celle qui n'a pas de liens hiérarchiques avec la direction et n'a pas de parenté avec le P-DG ou le président du conseil. Cette dernière condition sera vérifiée à partir de leurs noms de famille.

Tableau 2. Matrice des composantes (indice du pouvoir disciplinaire du CA)

Variables	Composante
Taille CA	-0,706
Direct. CA	0,670
Age. CA	0,754
% adm. ext	0,762

Taille. CA : taille du conseil d'administration ; **Direc. CA** : direction du conseil d'administration ; **Age. CA** : âge moyen du conseil d'administration ; **% adm. ext** : pourcentage des administrateurs externes.

• L'appréciation de la qualité d'audit par sa réputation

De Angelo (1981) définit la qualité de l'audit par la probabilité jointe, évaluée par le marché, que l'auditeur découvre une anomalie présente dans les états financiers et la révèle. Dans le cadre du présent travail et en fonction des données disponibles, nous exprimons la qualité de l'audit externe par la réputation de l'auditeur externe. Le choix de cette variable est justifié par son utilisation par plusieurs études (Moizer, 1997 ; Lennox, 1999 ; Chen et al., 2001 ; Jeong, Rho, 2004 ; Khurana, Raman, 2004). Ces études ont conclu qu'une bonne qualité de l'audit est associée aux auditeurs réputés, soit ceux appartenant à un réseau international (les « BIG 4, 5 ou 6 ») (3). La réputation de l'auditeur fait l'objet d'une variable binaire codée 1 si l'auditeur fait partie des grands cabinets internationaux, et 0 sinon.

• L'indice du risque de détresse financière

Mesurer le risque d'insolvabilité revient à évaluer la capacité de l'entreprise à faire face à ses obligations financières. En ce sens, des modèles de prévision de la faillite (le modèle d'Altman, 1968, le modèle d'Ohlson, 1980, les réseaux neurones avec Bell et al., 1990, le modèle canadien Véronnault, Legaut, 1991), ont été développés depuis les années 1960. Les ratios financiers sont les variables le plus souvent utilisées dans les modèles de prévision du risque. Il s'agit habituellement, des ratios d'endettement, de liquidité, de rentabilité, et de couverture du fardeau de la dette (Pinsonneault, St-Cyr, 1997). Pour cette étude, nous avons opté pour la construction d'un indice de détresse financière à partir d'une analyse en composantes principales en utilisant les ratios financiers fréquemment utilisés dans les études antérieures. Suite à une étude exploratoire, six ratios financiers sont retenus (4). Quatre ratios expriment le risque d'insolvabilité et par suite le risque de détresse financière de l'entreprise, le ratio de dépendance financière, le ratio de couverture des dettes à court terme, le poids de la charge financière et le ratio d'endettement passif-actif. Deux ratios traduisent la solvabilité de l'entreprise, le ratio couverture des intérêts et le ratio de rotation des immobilisations.

(3) Notre période de l'étude a été marquée par deux transformations au niveau du réseau international :

- 1997-1998 : le réseau est couvert par six cabinets : PricewaterHouse, Coopers & lybrand, Ernest & Young, Deloitte Touche et KPMG et Arthur Andersen.

- 1999-2002 : la fusion de PricewaterHouse et Coopers & lybrand en juillet 1998 a donné naissance à PricewaterHouse et Coopers pour établir le nombre des cabinets à cinq.

- À partir de 2003, le nombre des cabinets s'est réduit à quatre suite à la cession d'Arthur Andersen.

(4) Les ratios financiers retenus au niveau de l'ACP sont les ratios les plus corrélés et qui ont présenté un KMO acceptable (KMO > 0,5).

Ratio d'indépendance financière = Dette LMT /
Capitaux permanents

Ratio de couverture des dettes à court terme =
Passifs courants / Chiffre d'affaires

Poids de la charge financière = Charges
financières / Chiffre d'affaires

Ratio d'endettement Passif - Actif = Total passifs
/ Total actifs

Couverture des intérêts = Résultat d'exploitation
/ Charges d'intérêts nettes

Ratio de rotation des immobilisations = Chiffre
d'affaires / Total actif immobilisé

**Tableau 3. Matrice des composantes (indice
du risque de détresse financière)**

Variables	Compo- sante 1	Compo- sante 2	Compo- sante 3
Dép. Fin	0,624	-0,397	0,496
Couv. End	0,835	0,371	-0,313
Poids. CF	0,831	0,370	-0,323
Ratio. End	0,678	-0,212	0,523
Couv. Int	-0,133	0,638	0,488
Ratio. Imm	-0,208	0,684	0,339

Dép. Fin : dépendance financière ; **Couv. End** : cou-
verture des dettes à court terme ; **Poids. CF** : poids de
la charge financière ; **Ratio. End** : ratio d'endettement
passif-actif ; **Couv. Int** : couverture des intérêts ;
Ratio. Imm : ratio de rotation des immobilisations.

Selon la matrice de composantes (tableau 3), le premier et le troisième facteurs extraits de l'ACP sont significativement positivement corrélés avec les variables traduisant le risque de détresse financière (Dép. Fin (0,624), Couv. End (0,835), Poids. CF (0,831) et Ratio. End (0,678) pour le premier facteur et Ratio. End (0,523) pour le troisième facteur). Par conséquent, ces deux facteurs sont interprétés comme des facteurs de

détresse financière. Nous nous attendons donc à un impact positif de ces facteurs sur la décision de recourir à l'endettement bancaire. Le second facteur est positivement corrélé avec les ratios qui expriment la solvabilité de l'entreprise (Couv. Int (0,638) et Ratio. Imm (0,684)). Ce facteur est interprété donc comme facteur de solvabilité et par suite un impact négatif est attendu de ce facteur sur la décision de recourir à l'endettement bancaire.

• Le capital réputationnel de l'entreprise

Puisqu'il est difficile de mesurer la réputation de l'entreprise, la mesure la plus souvent utilisée par les études antérieures est l'âge de l'entreprise (Datta et al. 1999 ; Alonso et al., 2005, Aldamen et al. 2012 et Jara Bertin, 2012). Dans notre étude, nous avons retenu la même mesure, en calculant l'âge de l'entreprise comme le nombre d'années courues depuis sa constitution.

Variables de contrôle

Le niveau d'endettement : les entreprises surendettées sont plus exposées aux problèmes de substitution des actifs et de sous-investissements, liés à l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les créanciers. Ces entreprises font plus recours à l'endettement bancaire puisque les banques sont bien positionnées pour réduire ces problèmes vu leur pouvoir disciplinaire (Johnson, 1998). En plus, les entreprises risquées cherchent à éviter la liquidation inefficace, et par suite auront plus besoin de la tolérance de l'endettement bancaire et son pouvoir de renégociation (Alonso et al., 2005). Nous nous attendons à une relation positive entre le niveau d'endettement de l'entreprise et son recours à l'endettement bancaire. Nous retenons la mesure d'endettement

proposée Grullon et Kanatas (2001). $END = \text{valeur comptable des dettes} / (\text{valeur comptable des dettes} + \text{capitalisation boursière})$.

La taille de l'entreprise : Fama (1985), Diamond (1989) et Slovin et al. (1992), prétendent que ce sont principalement les petites et les moins prestigieuses entreprises qui tirent profit et bénéficient des services de contrôle associés à l'emprunt bancaire. La mesure proposée pour approximer la taille de l'entreprise est le total des actifs. Taille = Logarithme népérien du total des actifs.

Garanties : les garanties regroupent l'ensemble des actifs qui figurent au bilan, qui peuvent être présentés aux créanciers de l'entreprise. Ces actifs ont un impact sur le niveau d'endettement car ils sont moins sujets aux asymétries d'informations et perdent, en cas de liquidation, moins de valeur que les actifs incorporels. La mesure proposée au niveau de cette étude est $\text{Garanties} = \text{Actifs corporels nets} + \text{stocks} / \text{Total actif}$. Cette mesure a été retenue également par Kremp et al. (1999).

Le taux d'autofinancement : Selon Mizruchi et Stearns (1993), en accroissant leurs taux d'autofinancement, les firmes signalent leur optimisme à l'égard des projets futurs et leur indépendance financière vis-à-vis des banques. Une relation négative est attendue entre le taux d'autofinancement et le choix de l'endettement bancaire. Le taux de l'autofinancement permet de voir quelle est la part de la valeur ajoutée que l'entreprise va consacrer à la satisfaction de ses besoins de financement. $\text{Taux d'autofinancement} = (\text{Autofinancement} \times 100) / \text{Valeur Ajoutée}$.

La rentabilité économique : Suivant Myers (1984), la rentabilité passée joue un rôle dans la détermination de la structure du capital. Les firmes les plus rentables dégagent plus de

ressources internes et par suite présentent moins de risque d'insolvabilité. Par conséquent, elles auront moins besoin du pouvoir de négociation de l'endettement bancaire. Une relation négative est attendue entre la rentabilité économique et le recours à l'endettement bancaire. Plusieurs approches sont utilisées pour mesurer la rentabilité économique. Nous avons mesuré cette rentabilité par le ratio : $\text{Rentabilité économique} = \text{Résultat d'exploitation} / \text{Actif total}$.

4. Outils statistiques

La démarche que nous nous proposons de suivre dans cette étude est en fait une démarche de vérification d'hypothèses bien spécifiques empruntées à la théorie de l'asymétrie d'information et la théorie des coûts de transaction. Nous proposons donc le développement d'un modèle qualitatif explicatif du choix des firmes en matière d'endettement à partir des variables exprimant le savoir bancaire et la qualité de l'emprunteur. La variable à expliquer est donc qualitative et dichotomique. Pour cette raison, nous faisons appel au modèle Logit et plus particulièrement à la régression logistique binaire. Cette modélisation économétrique suppose que les individus sont devant le choix entre deux alternatives et le choix étant fonction des caractéristiques des individus et de l'environnement de ce choix. Dans cette étude, les entreprises (individus) sont devant le choix entre le financement par endettement bancaire (1^{ère} alternative) et le financement par émission d'obligations (2^{ème} alternative).

5. Statistique descriptive des variables

Au niveau du tableau 4, nous rapportons les statistiques descriptives des facteurs qui sont supposés déterminer le choix de la

source d'endettement dans le cadre de notre étude. L'examen des valeurs moyennes des différentes variables montre que les moyennes des variables : «Ind. Opp. Inv. 1,2», «Ind. CA», «AGE», «Ind. D. FIN. 2», «GAR», «AUTF» et «TAILLE» ainsi que la fréquence des entreprises auditées par un auditeur appartenant à un «big 4, 5, 6» sont plus élevées pour les entreprises ayant émis un emprunt obligataire. Toutefois, les moyennes des variables « σ . Résidus», « σ . Rend», «Bce. F. A», «Ind. D. FIN. 1, 3», «END» et «RENT. E», sont supérieures pour les entreprises ayant recouru à l'emprunt bancaire. Ces résultats préliminaires vont dans le sens des hypothèses développées.

En effet, pour les variables, «Ind. Opp. Inv. 1, 2» interprétées comme facteurs d'actifs en place, «Ind. CA» interprétée comme facteur du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration, «Ind. D. FIN. 2» interprétée comme facteur de solvabilité, «AGE», «GAR», «AUTF», «TAILLE» et «AUD», nous prévoyons un impact négatif sur la probabilité d'émission d'emprunt bancaire. Toutefois, nous prévoyons un impact positif pour les variables « σ . Résidus», « σ . Rend», «Bce. F. A», «Ind. D. FIN. 1, 3» interprétées comme facteurs de détresse financière «END», et «RENT. E».

Tableau 4. Statistique descriptive des variables

Panel A : variables continues								
Variables	Emprunt bancaire				Emprunt obligataire			
	Moy.	Ecart type	Min.	Max.	Moy.	Ecart type	Min.	Max.
σ . Résidus	0,0776	0,164	0	2,10	0,040	0,039	0	0,22
σ . Rend	0,101	0,223	0	2,91	0,063	0,061	0	0,38
Bce. F. A	7,167	25,471	-77,27	244,92	-0,0654	1,55	-16,96	5,57
Ind. Opp. Inv. 1	-0,701	0,372	-1,813	2,579	1,231	0,358	-0,96	2,233
Ind. Opp. Inv. 2	-0,065	-0,048	-0,411	0,433	0,113	1,656	-0,226	18,606
Ind. CA	-0,608	0,618	-2,140	1,196	1,062	0,547	-0,552	2,207
Ind. D. FIN1	0	1	-1,960	7,506	-2,554	0,567	-1,084	3,615
Ind. D. FIN2	0	1	-1,548	10,274	0,046	0,518	-1,147	2,842
Ind. D. FIN3	0	1	-3,920	8,262	-0,308	0,571	-2,336	2,805
AGE	35,894	25,670	2	99	75,72	40,33	10	172
END	1,003	0,1306	0,9	3,03	0,954	0,088	0	1
GAR	5,95	17,33	0	98,92	76,32	246,76	0	1654,5
AUTF	0,338	1,460	-15,58	11,54	1,418	2,947	-0,44	15,58
TAILLE	13,524	1,816	9,14	17,94	14,70	2,519	8,68	20,24
RENT. E	12,51	26,224	-326,2	67,69	41,228	307,26	-192,37	3557

Panel B : Variable dichotomique : AUD				
Variables	Emprunt bancaire		Emprunt obligataire	
	Effectif	Fréquence %	Effectif	Fréquence %
0	169	68,7	68	48,2
1	77	31,3	73	51,8

σ . Résidus, volatilité résiduelle des rendements ; σ . Rend, volatilité des rendements ; Bce. F. A, le bénéfice futur anormal Ind. Opp. Inv. 1 et 2., indices des opportunités d'investissement, Ind. CA., indice du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration Ind. D. FIN 1, 2 et 3, indices du risque de détresse financière ; END, niveau d'endettement ; GAR, garanties ; AUTF, le taux d'autofinancement ; TAILLE, taille de l'entreprise ; RENT. E, rentabilité économique ; AUD, réputation d'audit.

Ces remarques tirées à partir des statistiques descriptives sont de simples observations et ne peuvent en rien confirmer ou infirmer nos prévisions à ce niveau ni de juger de la significativité des variables. Par ailleurs, en plus de l'analyse descriptive, nous effectuons une analyse bivariée.

6. Résultats des tests bivariés

Au niveau de cette analyse, nous nous intéressons à la comparaison des deux sous-échantillons d'entreprises et ceci en étudiant séparément les différentes variables afin de déterminer s'il y a une différence significative au niveau de ces variables entre l'échantillon d'emprunt bancaire et celui d'émission d'emprunt obligataire. Trois types de tests sont essentiellement proposés : le test paramétrique de Student, le test non paramétrique de Mann Withney et le test de Khi-deux pour l'analyse du tableau croisé. La

référence aux résultats de l'une ou l'autre des deux premiers tests, s'appliquant à des variables quantitatives, est fonction de la vérification de l'hypothèse de normalité des variables. En effet, cette dernière doit être examinée pour pouvoir choisir le test convenable (paramétrique ou non paramétrique). Ainsi, il est primordial d'appliquer en premier lieu le test de normalité de Kolmogorov-Smirnov. D'après le tableau 5, seule la variable taille de l'entreprise vérifie l'hypothèse de normalité, elle subira ainsi le test paramétrique de Student. Le reste des variables ne vérifient pas le test de normalité et vont subir le test non paramétrique de Mann Whitney. Le test de l'analyse du tableau croisé qui se fait par un Khi-deux est réservé aux variables qualitatives pour examiner la relation entre ces dernières et la variable dépendante (qualitative).

Tableau 5. Résultats des tests bivariés de normalité de Kolmogrov-Smirnov

Panel A. Résultat du test de Normalité de Kolmogrov-Smirnov			
Variables	Z de Kolmogrov Smirnov	Seuil de significativité	
σ . Résidus	6,194	0,000	***
σ . Rend	6,150	0,000	***
Bce. F. A	6,613	0,000	***
Ind. Opp. Inv. 1	4,510	0,000	***
Ind. Opp. Inv. 2	8,899	0,000	***
Ind. D. FIN 1	4,336	0,000	***
Ind. D. FIN 2	5,761	0,000	***

Variables	Z de Kolmogrov Smirnov	Seuil de significativité	
Ind. D. FIN 3	3,382	0,000	***
Ind. CA	1,515	0,020	**
AGE	2,697	0,000	***
END	8,812	0,000	***
GAR	8,255	0,000	***
AUTF	6,764	0,000	***
TAILLE	0,860	0,450	ns
RENT. E	7,937	0,000	***

Panel B. Résultat du test paramétrique de comparaison de moyennes (t de Student)

Variable	Moyennes		Student	Significativité	Décision
	EB	EO			
TAILLE	13,52	14,70	-4,886	0,000***	EB ≠ EO

Panel C. Résultat du test de Mann-Whitney

Variables	Moyennes		Rangs moyens		Z	Signification	Décision
	EB	EO	EB	EO			
σ. Résidus	0,0776	0,040	201,761	168,24	-2,843	0,004***	EB ≠ EO
σ. Rend	0,101	0,063	195,83	179,22	-1,409	0,159	EB = EO
Bce. F. A	7,167	-0,065	237,15	111,55	-10,73	0,000***	EB ≠ EO
Ind. Opp. Inv. 1	-0,701	1,231	123,21	312,76	-16,112	0,000***	EB ≠ EO
Ind. Opp. Inv. 2	-0,065	0,113	236,89	113,21	-10,513	0,000***	EB ≠ EO
Ind. CA	-0,608	1,062	127,29	310,39	-15,49	0,000***	EB ≠ EO
Ind. D. FIN 1	0	-2,554	170,62	133,81	-3,406	0,001***	EB ≠ EO
Ind. D. FIN 2	0	0,046	143,88	185,06	-3,810	0,000***	EB ≠ EO
Ind. D. FIN 3	0	-0,308	173,36	128,56	-4,14	0,000***	EB ≠ EO
AGE	35,894	75,72	152,86	264,91	-9,488	0,000***	EB ≠ EO
END	1,003	0,954	256,98	81,03	-14,935	0,000***	EB ≠ EO
GAR	5,95	76,32	183,84	210,47	-2,25	0,024**	EB ≠ EO
AUTF	0,338	1,418	175,28	222,51	-4,013	0,000***	EB ≠ EO
RENT. E	12,51	41,228	190,82	187,14	-0,314	0,753	EB = EO

Panel D. Résultat du test de Khi-Deux : Emprunt * Réputation d'audit

AUD	0	1	Total	Test de Khi-deux	
Emprunt				Valeur	Significativité
Pourcentage dans emprunt obligataire	47,1%	52,9%	100%	17,32	0,000
Pourcentage dans emprunt bancaire	68,7%	31,3%	100%		

σ. Résidus, volatilité résiduelle des rendements ; σ. Rend, volatilité des rendements ; Bce. F. A, le bénéfice futur anormal ; Ind. Opp. Inv. 1 et 2., indices des opportunités d'investissement ; Ind. CA., indice du pouvoir disciplinaire du conseil ; Ind. D. FIN 1, 2 et 3, indices du risque de détresse financière ; AGE, âge de l'entreprise ; END, niveau d'endettement ; GAR, garanties ; AUTF, le taux d'autofinancement ; TAILLE, taille de l'entreprise ; RENT. E, rentabilité économique ; AUD, réputation d'audit ; Emprunt, variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise fait recours à un emprunt bancaire et 0 si elle opte pour l'émission d'emprunt obligataire ; ns : non significatif (H_0 : la fonction de répartition observée suit la loi normale). EB, emprunt bancaire ; EO, emprunt obligataire ; EB ≠ EO indique que la moyenne de la variable concernée est significativement différente entre les deux échantillons (H_1) ; EB = EO indique qu'il n'y a pas une différence significative (H_0) ; *** significatif au seuil de 1%, ** significatif au seuil de 5%.

Cette analyse bivariée, menée au moyen des trois tests : de Student, de Mann Withney et de Khi deux nous a permis de déduire que la majorité des variables traduisant le savoir bancaire et la qualité de l'entreprise emprunteuse interviennent à priori dans le choix du type d'endettement. En effet, les entreprises qui font recours à l'endettement bancaire présentent plus de volatilité résiduelle des rendements, mesurée à partir du modèle du marché, détiennent plus d'informations privées relatives à leurs bénéfices futurs, présentent plus d'opportunités d'investissement (moins des actifs en place), présentent plus de risque de détresse financière et sont plus endettées que les entreprises qui émettent des emprunts obligataires. En outre, les entreprises qui émettent des emprunts obligataires opèrent avec des cabinets d'audit de grande taille, sont plus réputées, disposent d'un conseil d'administration à un pouvoir disciplinaire plus puissant, sont de taille plus grande, disposent d'un taux plus élevé d'autofinancement, et présentent plus de garanties que les entreprises qui s'endettent auprès des banques. Par ailleurs, les variables volatilité de rendement et rentabilité économique n'ont pas présenté une différence significative entre les deux groupes.

Toutefois, ces analyses univariées et bivariées ne nous permettent pas de juger définitivement ni de la significativité de ces variables, ni de leur explication du choix de la source d'endettement. En effet, il faut procéder également à une analyse multivariée qui tient compte de l'interaction entre les différentes variables et les sens de leurs relations avec le phénomène étudié à savoir le recours à l'emprunt bancaire par rapport à l'émission d'obligations.

7. Résultats de l'analyse multivariée

Nous présentons et interprétons les résultats de la régression logistique binaire du choix de la source d'endettement sur les Proxy empiriques des coûts de sélection adverse, de risque moral, de la qualité de l'entreprise, de sa réputation et des variables de contrôle.

La spécification du modèle

$$\text{Log}(p_i/1-p_i) = a_0 + a_1 \sigma_{\text{Résidu}} + a_2 \sigma_{\text{Rend}} + a_3 \text{Bce.F.A} + a_4 \text{Ind.Opp.Inv} + a_5 \text{Ind.CA} + a_6 \text{AUD} + a_7 \text{Ind.D.FIN} + a_8 \text{AGE} + a_9 \text{END} + a_{10} \text{TAILLE} + a_{11} \text{GAR} + a_{12} \text{AUTF} + a_{13} \text{Rent.E} + \varepsilon$$

En tenant compte du problème de multicollinéarité décelé à partir de l'analyse de la corrélation, nous ne pouvons pas retenir au niveau d'un seul modèle toutes les variables. L'estimation des modèles retenus a été accompagnée d'un travail exploratoire dans le but de s'assurer que l'élimination ou le rajout d'une ou de plusieurs variables explicatives n'améliore pas la significativité globale des modèles ou la pertinence de telle ou telle autre variable explicative. Après plusieurs itérations, nous avons retenu les modèles où les variables contribuent au meilleur pouvoir explicatif. Les résultats de l'estimation des modèles retenus se présentent dans le tableau 6.

Les coefficients de la régression logistique tels que présentés dans le tableau 6 ne peuvent être interprétés que par rapport à leurs signes. Contrairement au modèle linéaire où les coefficients estimés mesurent les effets marginaux, c'est-à-dire l'impact de la variation des variables explicatives sur la variable endogène,

(5) $P_i = P(y_i = 1)$ c'est la probabilité que l'entreprise i opte pour l'endettement bancaire

dans le modèle logit les effets marginaux ne sont pas égaux aux valeurs estimées des coefficients. L'effet marginal d'un modèle logit varie d'une observation à une autre, dans notre cas, d'une entreprise à une autre, il dépend des valeurs des variables explicatives. Pour des besoins d'interprétation des résultats, nous allons calculer un effet marginal moyen qui sera celui d'une entreprise fictive. Pour ce faire, nous

allons calculer l'effet marginal pour une entreprise fictive qui a les caractéristiques moyennes de tout l'échantillon. Ce choix est motivé par l'existence de la commande qui permet de faire une telle opération sur Stata 8. Les effets marginaux sont portés aussi sur le tableau 6.

Tableau 6. Résultats de la régression logistique

Variables	Modèle 1 Y = 1 si EB Y = 0 si EO			Modèle 2 Y = 1 si EB Y = 0 si EO			Modèle 3 Y = 1 si EB Y = 0 si EO			Effet marginal
	Coef	w-wald	Signif	Coef	w-wald	Signif	Coef	w-wald	Signif	
σ. Résidus	-	-	-	10,06	5,93	0,015**	-	-	-	1,00
σ. Rend	-	-	-	-	-	-	4,104	2,994	0,084*	0,57
Bce. F. A	0,144	7,188	0,007***	0,061	3,85	0,05**	-	-	-	0,015
Ind. Opp. Inv 1	-5,094	18,58	0,00***	-	-	-	-	-	-	-0,343
Ind. Opp. Inv 2	-14,57	5,833	0,016**	-	-	-	-	-	-	-0,9207
Ind. CA.	-2,094	5,41	0,02**	-	-	-	-	-	-	-0,1514
AUD	-	-	-	-	-	-	-0,899	6,999	0,008***	-0,228
Ind. D. FIN ⁱⁱ	-	-	-	-	-	-	0,599	3,352	0,067*	0,17
AGE	-	-	-	-0,041	32,33	0,00***	-0,037	43,33	0,00***	-0,007
END	-	-	-	97,13	53,75	0,00***	-	-	-	
GAR	-	-	-	-0,014	7,981	0,005***	-	-	-	
AUTF	-0,53	2,84	0,092*	-0,41	12,03	0,001***	-0,300	7,668	0,006***	
TAILLE	-	-	-	-0,54	22,17	0,00***	-0,429	19,29	0,00***	
Constante	2,414	6,25	0,012	-85,47	45,51	0,000	9,265	19,29	0,00	
% correct	98,7			91,4			82			
-2 Log vraisemblance	25,993			176,701			230,39			
χ ²	468,33***			304,24***			154,85***			
R ² de cox & snell	0,712			0,561			0,397			
<p>σ. Résidus, volatilité résiduelle des rendements ; σ. Rend, volatilité des rendements ; Bce. F. A, le bénéfice futur anormal ; Ind. Opp. Inv. 1 et 2, indices des opportunités d'investissement ; Ind. CA., indice du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration ; AUD, réputation d'audit ; Ind. D. FIN, indice du risque de détresse financière ; AGE, Age de l'entreprise ; GAR, garanties ; AUTF, le taux d'autofinancement ; TAILLE, taille de l'entreprise ; RENT. E, rentabilité économique.*** Résultat significatif au seuil de 1%, ** Résultat significatif au seuil de 5%, * Résultat significatif au seuil de 10%.</p>										
<p>(i) L'effet marginal est calculé pour les variables d'intérêts significatifs.</p>										
<p>(ii) Seul le 1^{er} facteur de détresse financière a été retenu. Les deux autres facteurs n'ont pas présenté des résultats significatifs au niveau du travail exploratoire.</p>										

Les trois modèles présentés au niveau du tableau 6 ont été retenus après plusieurs itérations vu qu'ils présentent les meilleurs résultats, au niveau des tests de validité générale du modèle aussi bien pour leurs capacités de prévision (% correct 98,7 ; 91,4 ; 82), leurs pouvoirs explicatifs (R^2 de cox & snell : 0,71 ; 0,56 ; 0,39), leurs significativités globales à partir du test de Khi-deux (significatif au seuil de 1% au niveau des trois modèles) et leurs qualités d'ajustement aux données (25,993 ; 176,701 ; 230,39). Cela étant, nous constatons que le premier modèle testant les hypothèses relatives au rôle de l'asymétrie d'information pré-contractuelle avec les problèmes de sélection adverse, ainsi que l'asymétrie d'information post-contractuelle avec les problèmes de risque moral, dans le choix de la source d'endettement est plus significatif que les deux autres modèles qui testent les prédictions aussi bien de la théorie de l'asymétrie d'information que celles des coûts de transaction. Si nous nous concentrons sur la significativité des signes des variables explicatives et leurs effets marginaux, à partir desquelles nous avons essayé de vérifier les prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information et de la théorie des coûts de transaction, nous relevons les constatations suivantes :

Les prédictions de la théorie d'asymétrie d'information

L'hypothèse de la production et de la confidentialité de l'information est subdivisée en deux sous-hypothèses. La première est relative à la capacité des banques de produire l'information. La seconde se réfère à la capacité des banques de garder l'information privée confidentielle. La première sous-hypothèse a été testée par deux variables : la volatilité résiduelle des rendements mesurée par l'écart-type des résidus de la régression du modèle du marché et la volatilité

des rendements mesurée par l'écart-type des rendements. Le coefficient de la variable volatilité résiduelle des rendements est significativement positif au seuil de 5%. L'effet marginal de cette variable est très important puisque l'augmentation de la volatilité résiduelle des rendements d'une unité augmente la probabilité du choix de l'endettement bancaire de 100%. Etant donné que la volatilité résiduelle des rendements traduit le niveau d'asymétrie précontractuelle (Dierkens, 1991 ; Krishnaswami et al., 1999 ; Huson et al., 2003 ; Butler et al., 2007), le résultat trouvé stipule que les entreprises avec un fort potentiel d'asymétrie d'information pré-contractuelle font recours à l'endettement bancaire plus que les autres entreprises. Ce résultat rejoint celui des études antérieures (Krishnaswami et al., 1999 et Arena, 2011), mettant en exergue une relation positive entre la volatilité résiduelle des rendements et le niveau d'endettement bancaire. La volatilité des rendements est la deuxième mesure des coûts contractuels de sélection adverse. Bien qu'elle n'a pas présenté un résultat significatif au niveau de l'analyse bivariée à partir du test de Mann Whitney, un résultat significatif a été constaté au niveau de l'analyse multivariée. La volatilité des rendements a présenté un impact positif sur la décision du choix de l'endettement bancaire, confirmé par un effet marginal important de cette variable. En effet, l'augmentation de la volatilité du rendement d'une unité augmente la probabilité de choix de l'endettement bancaire de 57%. Au niveau des études antérieures, le niveau d'asymétrie d'information, approximé par la volatilité du résultat par Saa-Requejo (1996) et par la taille de l'entreprise, le niveau d'actifs fixes et le niveau de recherche et développement par Denis et Mihov (2003), a présenté un impact positif sur la probabilité de faire recours à l'endettement bancaire. Nos résultats rejoignent

donc les études antérieures et confirment l'hypothèse du pouvoir des banques à produire l'information et par suite réduire les problèmes de sélection adverse.

Toujours dans le cadre de l'hypothèse de production et de confidentialité de l'information, nous avons examiné la sous-hypothèse de confidentialité de l'information, en vérifiant que les entreprises avec des informations privées concernant leurs bénéfices futurs (approximées par le bénéfice futur anormal), font plus recours à l'endettement bancaire. Cette variable présente un impact positif sur la décision du choix de l'endettement bancaire et est significative au seuil de 1% et 5%, ce qui est consistant avec les hypothèses de sélection adverse. Ce résultat confirme les prédictions de Verrecchia (1983, 2001) et Yosha (1995), selon lesquelles l'entreprise évite de publier ses informations privées en cas de risque d'impact négatif sur sa position concurrentielle. Toutefois, l'impact de cette variable sur le choix de la source d'endettement est néanmoins relativement faible au vu du résultat relatif à son effet marginal. L'augmentation du bénéfice futur anormal d'une unité n'augmente la probabilité de faire recours à l'endettement bancaire que de 1,5%. Cette variable n'a pas présenté aussi un résultat significatif dans Krishnaswami et al. (1999). Toutefois, en utilisant le niveau de divulgation, Gelb et Strawsar (2004), Dhaliwal et al. (2004) ont pu confirmer la relation positive entre la présence d'information privée et le recours à l'endettement bancaire. Par conséquent, à partir de nos résultats, nous ne pouvons pas confirmer les prédictions relatives à la capacité de l'endettement bancaire à garder l'information privée collectée confidentielle.

La deuxième hypothèse centrale issue de la théorie de l'asymétrie d'information et relative au

pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire a été testée à partir de trois variables, l'indice d'opportunités d'investissement pour vérifier la sous-hypothèse relative aux coûts contractuels de risque moral et les variables indice du conseil d'administration et la taille du cabinet d'audit pour vérifier l'hypothèse de substitution du pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire aux mécanismes de gouvernance de l'entreprise. La régression a montré une relation négative entre les deux indices d'opportunité d'investissement et le choix de l'endettement bancaire. Les deux indices d'opportunité d'investissement représentent les deux facteurs issus de l'analyse en composantes principales, interprétés tous les deux comme des axes des actifs en place et par suite fonction décroissante des opportunités d'investissement et donc des coûts de risque moral. Ce résultat est consistant avec les hypothèses des coûts contractuels de risque moral. Les deux indices ont un impact sur le recours à l'endettement bancaire significativement négatif aux seuils de 1% et 5%. L'augmentation du niveau des actifs en place d'une unité diminue la probabilité de choisir l'endettement bancaire de 34% pour le premier indice et 92% pour le deuxième indice. Ce résultat peut être interprété comme un signe d'une forte relation entre l'endettement bancaire et les opportunités d'investissement qui approximent le niveau d'asymétrie d'information post-contractuelle au sein de l'entreprise. Notre résultat confirme donc l'hypothèse que les entreprises avec plus d'opportunités d'investissement c'est-à-dire les entreprises avec des coûts contractuels élevés dus au risque de sous-investissement et de substitution des actifs font plus recours à l'endettement bancaire pour réduire ces coûts d'agence. En conformité avec Myers (1977), les entreprises avec des opportunités d'investissement profitent

plus du contrôle associé à l'endettement bancaire. Ceci suggère que le contrôle et les clauses restrictives associées à l'endettement auprès des intermédiaires financiers aident à absorber les conflits qui naissent entre les créanciers et les actionnaires. Au niveau des études antérieures, Easterwood et Kadapakkam (1991), Krishnaswami et al., (1999) et Jara Bertin (2012), ont aussi confirmé le rôle disciplinaire de l'endettement bancaire en trouvant une relation positive entre le niveau des opportunités d'investissement et le recours à l'endettement bancaire. Toutefois, Denis et Mihov (2003) n'ont pas pu prouver cette relation. Dans le contexte espagnol, Alonso et al., (2005) ont trouvé une relation négative entre le niveau d'opportunités d'investissement et le niveau d'endettement bancaire. Selon Rajan (1992), cette relation entre les opportunités d'investissement et l'endettement dépend du contexte dans lequel opère l'entreprise. La banque entreprend la tâche du contrôle et de surveillance et ceci encourage l'entreprise à investir. Cependant, lorsque le financement provient d'une seule banque qui maintient le monopole de l'information de l'entreprise, ceci peut décourager l'entreprise d'entreprendre des décisions d'investissement efficaces. Dans ce cas, nous nous attendons à une relation négative entre l'endettement bancaire et les opportunités d'investissement puisque l'entreprise va essayer d'éviter l'expropriation de sa richesse par la banque, (Alonso, al., 2005). Cependant, si l'entreprise peut limiter le monopole bancaire en opérant avec plusieurs banques ou en combinant l'endettement bancaire avec l'emprunt obligataire auprès du marché, la relation entre l'endettement bancaire et les opportunités d'investissement peut être positive selon Houston et James (1996), ce qui est conforme à nos résultats dans le contexte français.

Par ailleurs, dans notre analyse, nous avons pris en compte des indicateurs de gouvernance afin de juger de leur impact en matière de choix de la source d'endettement. Nous nous sommes alignés sur l'hypothèse de substitution des mécanismes de gouvernance (Charreaux, 1994 ; Burkat et al., 1995 ; Rediker, Seth, 1995 ; Agrawal, Knoeber, 1996) et nous avons supposé une relation de substitution entre le pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire et le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et la réputation de l'audit. La sous-hypothèse de substitution entre le pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire et les mécanismes de gouvernance de l'entreprise a été testée à partir de deux variables, l'indice du conseil d'administration et la taille du cabinet d'audit.

La variable indice du conseil d'administration, issue de l'analyse en composantes principales des variables âge du conseil d'administration, le pourcentage d'administrateurs externes, la taille du conseil d'administration et la direction du conseil d'administration, et interprétée comme un axe de l'intensité de contrôle du conseil d'administration, a présenté un impact significativement négatif au seuil de 5% sur la décision du choix de l'endettement bancaire. L'augmentation du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration diminue la probabilité de faire recours à l'endettement bancaire de 15%. La variable taille du cabinet d'audit qui approxime la réputation d'audit a présenté un impact négatif et significatif au seuil de 1% sur la décision de contracter un emprunt bancaire. D'après l'effet marginal de cette variable, l'audit de l'entreprise par un auditeur réputé contribue à diminuer la probabilité de se financer par endettement bancaire de 22%. Ces résultats présentés par les variables indice du conseil d'administration et la taille du cabinet d'audit confirment nos prédictions

relatives à la substitution des mécanismes de gouvernance au sein de l'entreprise. Ainsi, les entreprises disposant de mécanismes de gouvernance puissants s'épargnent de recourir au pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire pour discipliner les dirigeants. Dans ce cadre de substitution du pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire aux mécanismes de gouvernance de l'entreprise, et en utilisant la variable muette entreprise réglementée ou non, Krishnaswami et al., (1999) ont trouvé que les entreprises réglementées présentent un niveau faible d'endettement auprès des intermédiaires financiers. Ce résultat rejoint Smith et Watts (1992) qui affirment que les entreprises réglementées ne sont pas concernées par les problèmes de sous-investissement et de substitution des actifs grâce à l'intervention des autorités réglementaires. Arena et Howe (2009) ont confirmé la substitution entre le pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire et les mécanismes de gouvernance en démontrant l'existence d'une relation positive entre la faiblesse des mesures de défense contre les prises de contrôle et le recours à l'endettement bancaire. Toutefois, les auteurs n'ont pas trouvé le même résultat avec le conseil d'administration et une relation négative a été trouvée entre la faiblesse du pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et le recours à l'endettement bancaire.

D'après les résultats que nous venons d'exposer, nous constatons que nos résultats vont dans le sens des prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information. En effet, l'endettement bancaire intervient à travers la capacité des banques à produire l'information, à réduire les problèmes d'asymétrie d'information précontractuelle liés au risque de sélection adverse. Toutefois, l'hypothèse de confidentialité de l'information

n'a pas pu être vérifiée. Par ailleurs, à travers son pouvoir disciplinaire, l'endettement bancaire limite l'asymétrie d'information post-contractuelle en réduisant les problèmes liés au risque moral. Denis et Mihov (2003) ont interprété l'intervention de l'asymétrie d'information dans le choix de la source d'endettement à partir de la théorie de financement hiérarchique. En effet, selon Myers (1984), les entreprises avec un niveau élevé d'asymétrie d'information ne font recours au financement externe qu'en cas d'indisponibilité de fonds internes. En cas d'appel à un financement externe, l'entreprise fait recours en premier lieu au financement le plus sûr, suite auquel la valeur de l'entreprise ne sera pas sous-évaluée une fois l'information interne de l'entreprise est perçue par les marchés. Il s'agit donc de l'endettement et ensuite les fonds propres. Puisque les banques et les autres intermédiaires financiers sont plus informés, en majorité privilégiés (Welch, 1997) et hypothécaires (Rajan, Winton, 1995), l'endettement auprès des intermédiaires financiers sera l'instrument le plus sûr pour garder le degré d'asymétrie d'information constant entre l'entreprise et le marché. Par conséquent, les entreprises avec un niveau élevé d'asymétrie d'information font plus recours à l'endettement auprès des intermédiaires financiers.

Les prédictions de la théorie des coûts de transaction

Nous avons testé les prédictions de la théorie des coûts de transaction, relatives au rôle de la qualité de l'entreprise emprunteuse dans le choix du mode d'endettement, à partir de deux hypothèses. La première est celle de la renégociation de l'endettement bancaire, la deuxième est celle du rôle du capital réputationnel.

La variable indice de détresse financière utilisée pour tester l'hypothèse de renégociation de

l'endettement bancaire, représente le facteur issu de l'analyse en composantes principales des variables dépendance financière, couverture des dettes à court terme, poids de la charge financière, ratio d'endettement passif-actif, ratio de couverture des intérêts et le ratio de rotation des immobilisations. Ce facteur a été interprété comme un facteur de détresse financière. Cette variable a présenté un impact positif sur la décision de contracter un emprunt bancaire au seuil de 10%. L'effet marginal de cette variable montre que l'augmentation du niveau de détresse financière d'une unité augmente la probabilité de choisir l'endettement bancaire de 17%. Par conséquent, les entreprises face à un grand risque de détresse financière font plus recours à l'endettement bancaire, ce qui est consistant avec l'hypothèse de renégociation de l'endettement bancaire. Notre résultat rejoint celui trouvé par Denis et Mihov (2003), De Alonso et al. (2005) et Arena, (2011) qui ont approximé le risque de détresse financière par le score d'Altman et ont confirmé l'existence d'une relation positive entre ce risque et le recours à l'endettement bancaire, pour profiter de son pouvoir de renégociation. Easterwood et Kadapakkam (1991) ont approuvé le pouvoir de renégociation de l'endettement bancaire en démontrant l'existence d'une relation positive entre les actifs intangibles de l'entreprise, qui risquent de perdre leurs valeurs en cas de faillite de l'entreprise, et le recours à l'endettement bancaire. Berlin et Loeys (1988) présument que les entreprises qui présentent des situations financières critiques vont choisir l'endettement bancaire, bien qu'il puisse être plus coûteux que l'endettement sur le marché, puisque les prêteurs bancaires sont plus flexibles dans la négociation en cas de liquidation. Il est plus profitable pour l'entreprise de financer les projets risqués par endettement bancaire.

En effet, il est plus faisable de reporter la liquidation, si les revenus des projets ne sont pas suffisants pour honorer les engagements financiers. Berlin et Loeys (1988) justifient le pouvoir de renégociation de l'endettement par sa supériorité informationnelle. Les clauses contractuelles constituent aussi une source de flexibilité contractuelle qui facilite la renégociation des contrats d'endettement (Berlin, Mester, 1992 ; Carey et al., 1993 ; Gorton, Kahn, 1993). Chemmanur, Fulghieri (1994) trouvent que c'est la taille de participation qui explique la renégociation de l'endettement bancaire, du fait que la banque est monolithique et le problème de coordination entre créanciers ne se pose pas, comme dans le cas du marché obligataire.

Pour étudier l'hypothèse de la réputation, nous avons utilisé la variable âge de l'entreprise. La régression a montré qu'il existe un impact négatif de la réputation sur la probabilité de faire recours à l'endettement bancaire. Cet impact supporte l'hypothèse de la constitution de la réputation de Diamond (1991). Les anciennes entreprises qui ont de nombreuses années d'existence sont normalement entrées dans la phase de cycle de vie prévu par Diamond (1991). Par conséquent, elles n'ont plus besoin du pouvoir disciplinaire des banques pour consolider leur réputation et peuvent accéder directement au marché. Cependant, en se basant sur son effet marginal, l'impact de cette variable sur le choix de l'endettement bancaire est faible. La probabilité d'opter pour l'endettement bancaire diminue seulement de 0,7% suite à l'augmentation de la réputation de l'entreprise d'une unité. Notre résultat rejoint Alonso et al. (2005) et Casasole et Tribu (2002) qui n'ont pas pu confirmer l'existence d'une relation significative entre la réputation approximée par l'âge de l'entreprise et le recours à l'endettement bancaire. En utilisant l'âge de

l'entreprise comme mesure de la réputation, Jara Bertin (2012) a confirmé l'hypothèse de « cycle de vie » de financement avancée par Diamond (1991). Hale et Santos (2008) ont confirmé cette relation en démontrant que les entreprises les mieux réputées émettent leur premier emprunt obligataire plus tôt que les entreprises les moins réputées. Par conséquent, d'après le résultat de l'effet marginal de la variable réputation, nous ne pouvons pas confirmer l'hypothèse de constitution du capital réputationnel par l'endettement bancaire.

Notre première variable de contrôle, soit le niveau d'endettement qui exprime le risque financier de l'entreprise a présenté une relation positive avec l'endettement bancaire comme il a été prévu par la littérature. Ceci s'accorde aussi bien avec les études empiriques antérieures (Johnson 1997) qu'avec nos hypothèses relatives à la renégociation du contrat d'endettement. Les entreprises avec un niveau élevé d'endettement sont celles les plus exposées au risque d'insolvabilité. Ce sont ces dernières qui vont avoir besoin de renégocier leurs contrats d'endettement. Les entreprises avec un niveau élevé du risque financier préfèrent ainsi l'endettement bancaire, de par sa grande flexibilité à éviter une liquidation inefficace. La variable taille de l'entreprise mesurée par le logarithme népérien du total des actifs a présenté le signe prédit. Ainsi, les entreprises qui font recours à l'endettement sur le marché sont significativement plus grandes que les entreprises qui recourent à l'endettement bancaire. Denis et Mihov (2003) ont trouvé que ce résultat est consistant avec les prédictions des théories du choix d'endettement basées sur l'asymétrie d'information. Selon Diamond (1991), les petites entreprises présentent un niveau élevé d'asymétrie d'information, ce qui entrave

leur accès au marché et par suite, elles profitent plus du service de contrôle associé à l'emprunt bancaire. Les grandes entreprises ont plus d'informations disponibles et par suite sont bien connues sur le marché financier, ce qui facilite leur financement sur le marché. Toutefois, ces entreprises continuent selon Diamond (1991), à maintenir et à utiliser les relations bancaires mais seulement comme une assurance contre une perte éventuelle en réputation. La variable autofinancement a présenté un impact négatif sur la décision de recourir à l'endettement bancaire, ce qui est conforme à nos prédictions. Un niveau élevé d'autofinancement prouve l'indépendance financière de l'entreprise vis-à-vis des banques, ce qui convient avec l'impact négatif de cette variable sur la probabilité de faire recours à l'endettement bancaire. La variable garantie a présenté le signe prédit, soit un impact négatif sur la probabilité d'opter pour l'endettement bancaire. Ce résultat confirme les prédictions que les entreprises qui présentent plus d'actifs qui peuvent être présentés en garantie, présentent moins de problèmes d'agence et donc ont plus de chance de s'endetter sur le marché.

L'analyse multivariée à partir d'une régression logistique binaire nous a permis de développer un modèle explicatif du choix de type d'endettement : emprunt bancaire ou emprunt obligataire. Ceci était en fonction d'un ensemble de variables approximant la spécificité du savoir bancaire et la qualité de l'entreprise emprunteuse. Lorsque l'entreprise décide d'émettre de la dette, elle doit simultanément prendre en considération les dimensions importantes de l'endettement bancaire prédites par la théorie de l'asymétrie d'information et la théorie des coûts de transaction. Par suite, ce sont essentiellement ces dimensions, la capacité des banques à collecter les informations non

disponibles sur leurs clients, leur pouvoir disciplinaire et leur pouvoir de renégociation qui expliquent dans le contexte français le choix de l'endettement bancaire par rapport à l'emprunt obligataire.

8. Conclusion

La théorie de l'intermédiation financière s'est préoccupée à partir des années 1980 de justifier l'existence des banques dans un contexte de fort développement des marchés financiers. Cette idée est également au cœur de nombreuses études s'interrogeant sur la place respective du financement bancaire et du financement marchésé dans la structure d'endettement de l'entreprise. Suite à la prise en considération des imperfections du marché, les études récentes sur la structure du capital ont introduit de nouveaux créneaux dans les réflexions traditionnelles sur la structure d'endettement. Un large consensus s'est ainsi formé autour du rôle de production de l'information, du contrôle, et d'économie des coûts de transaction. L'objectif de notre travail est d'étudier les déterminants du choix du type d'endettement par les entreprises françaises. Il nous est paru intéressant d'examiner cette question dans le contexte français, dans la mesure où le système financier français a connu un passage d'une économie d'endettement à une économie du marché et que les travaux sur le sujet en France sont rares (Nkhili, 1999). Ceci est fait tout en s'inspirant des prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information et des coûts de transaction.

Nos résultats fondés sur la régression logistique confirment la majorité des prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information. Les entreprises présentant un niveau élevé d'asymétrie d'information précontractuelle, approximé par la volatilité résiduelle des

rendements, font plutôt recours à l'endettement bancaire. En effet, les investisseurs potentiels ont besoin d'avoir accès à des informations périodiques, fiables et suffisamment disponibles. Vu la capacité des intermédiaires financiers à collecter et à produire l'information (Fama, 1985), la cause de divergence d'intérêts entre dirigeants et bailleurs de fonds, leur présence en cas d'asymétrie d'information devient inévitable. Ils constituent un abri aux investisseurs individuels de courir le risque de sélection adverse. Par ailleurs, l'avantage informationnel approprié par les banques ne réside pas seulement dans leur accès à l'information privée mais à la garder confidentielle (Yocha, 1995). En fournissant ses informations privées aux investisseurs potentiels sur le marché, l'entreprise risque d'informer ses concurrents d'où sa réticence à divulguer ces informations. C'est ainsi que les entreprises détenant des informations privées font recours à l'endettement bancaire. Toutefois, cette hypothèse testée à partir de la variable bénéfice futur anormal, approximant l'information privée de l'entreprise, n'a pas été vérifiée par nos résultats.

Toujours dans le cadre des prédictions de la théorie de l'asymétrie d'information, nos résultats ont confirmé qu'à travers son pouvoir disciplinaire, mis en évidence pour la première fois par Diamond (1984), l'endettement bancaire intervient en tant que mécanisme de contrôle à résoudre les problèmes d'asymétrie d'information post-contractuelle et se substitue aux autres mécanismes de gouvernance de l'entreprise. En effet, les entreprises avec des coûts contractuels élevés dus au risque de sous-investissement et de substitution des actifs, approximés par leurs niveaux d'opportunités d'investissement, font plus recours à

l'endettement bancaire pour réduire ces coûts d'agence. Ainsi, les entreprises avec des niveaux élevés d'opportunités d'investissement, exposées à un coût de risque moral, profitent plus du contrôle associé à l'endettement bancaire. Ceci suggère que le contrôle et les clauses restrictives associés à l'endettement auprès des intermédiaires financiers aident à absorber les conflits qui naissent entre les créanciers et les actionnaires. Toutefois, l'entreprise peut utiliser plusieurs mécanismes alternatifs de gouvernance, mais ceci n'est pas sans coût et le risque de duplication de contrôle est élevé. Par conséquent, dans la mesure où différents mécanismes de contrôle peuvent être mis en place, le contrôle potentiel d'un mécanisme peut être substitué par un autre alternatif. C'est l'effet de substitution des mécanismes de gouvernance qui suggère l'interaction des différents systèmes de contrôle. L'hypothèse de substitution des mécanismes de gouvernance suggère aussi que l'insuffisance d'un mécanisme peut être compensée par un autre. C'est dans ce sens qu'il nous a semblé pertinent de vérifier la substitution éventuelle entre l'efficacité du contrôle (assuré par les mécanismes de gouvernance de l'entreprise, soit le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et la qualité d'audit externe) et le choix de l'endettement bancaire, en tant que moyens de discipline des dirigeants. Nos résultats ont confirmé que les entreprises disposant d'un conseil d'administration à fort pouvoir disciplinaire optent pour l'endettement sur le marché. Aussi, les entreprises opérant avec un auditeur réputé ne seront pas incitées à faire intervenir un intermédiaire financier pour bénéficier de son contrôle et seront amenées à s'endetter sur le marché. Ces résultats confirment nos prédictions relatives au pouvoir

disciplinaire de l'emprunt bancaire qui peut être substitué aux mécanismes de gouvernance de l'entreprise. Les entreprises disposant de mécanismes de gouvernance puissants s'épargnent du pouvoir disciplinaire de l'endettement bancaire et s'endettent plutôt sur le marché obligataire afin d'éviter la duplication de contrôle des dirigeants.

En se fondant sur les enseignements de l'économie des coûts de transaction, les marchés financiers et les intermédiaires financiers sont considérés comme deux modes de régulation de transactions monétaires concrétisées par des créances. Le facteur déterminant le meilleur mode de régulation est, selon Williamson (1985), l'importance de la spécificité de la créance, donc la qualité du débiteur. Ce choix étant apprécié au regard d'un objectif de minimisation des coûts de transaction. Une créance sur un débiteur risqué constitue un actif spécifique, difficilement redéployable et transférable. En se basant sur les travaux de Coase (1937), les coûts de transaction associés à ce type d'actif, de créance, sont minimisés par l'internalisation de la transaction, de la relation de crédit, au sein de la firme donc d'un intermédiaire financier. La frontière entre banques et marchés financiers se dessine ainsi. Aux marchés, les crédits aux entreprises de bonne signature bien connues sur le marché ou présentant un faible risque d'insolvabilité. Aux banques, les crédits accordés aux entreprises à priori plus risquées, et structurellement plus récentes (peu connues sur le marché). Nos résultats ont confirmé que les entreprises ayant ex ante le plus de risque de connaître des difficultés financières optent pour l'endettement bancaire. En effet, vu la flexibilité de l'endettement bancaire, les entreprises en difficultés ont plus de chance d'obtenir une restructuration de leurs

endettements lorsqu'elles sont financées par dette bancaire. Toutefois, les résultats n'ont pas confirmé la notion de cycle de vie prévu par Diamond (1991), selon laquelle un profil d'un cycle du crédit se met progressivement en place et les entreprises commencent par emprunter auprès des banques jusqu'à acquérir une réputation leur permettant ensuite de se financer directement sur les marchés.

Bien que nos résultats empiriques prouvent une évidence forte en faveur des prédictions théoriques à partir desquelles nous avons formulé les hypothèses testées et une adéquation avec la majorité des résultats des études empiriques antérieures, certaines limites doivent être signalées qui peuvent nous ouvrir de nouveaux champs de recherche. D'abord, à défaut de disponibilité des données relatives à l'emprunt bancaire, nous avons procédé par recoupement pour déceler les entreprises qui ont fait recours aux emprunts bancaires. En procédant ainsi, nous risquons d'ignorer quelques entreprises qui ont procédé à l'emprunt bancaire mais que nous n'avons pas pu détecter. En plus, notre sous-échantillon d'emprunts obligataires englobe, comme dans Krishnaswami et al. (1999), les obligations ordinaires à taux fixe et variable, les obligations convertibles en actions, les obligations à bon de souscription et les obligations à option de remboursement anticipé. Toutefois, nous voyons que c'est intéressant au niveau de recherches futures de faire la distinction entre les types d'obligations émises puisque les déterminants du choix du mode d'endettement peuvent différer selon le type d'obligations émises. De même, il peut être enrichissant de distinguer l'endettement bancaire des autres emprunts intermédiés pour mettre en valeur la place qu'occupent les banques par rapport

aux autres intermédiaires financiers. Enfin, au niveau de cette étude, nous nous sommes intéressés à la capacité de production de l'information, au pouvoir de contrôle, à la flexibilité de la renégociation et à la faveur de la constitution du capital réputationnel. Il sera intéressant de considérer dans des prochaines études d'autres caractéristiques des contrats d'endettement, telles que la maturité et les clauses contractuelles.

Bibliographie

- Adam T.R. et Goyal V.K., (2008), «*The investment opportunity set and its proxy variables*», The Journal of Financial Research, vol. 31, n° 1, pp. 41-63.
- Agrawal A. et Knoebber CH., (1996), «*Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*», Journal of financial and quantitative analyses, vol. 31, pp. 377-397.
- Aldamen H., Duncan K. and Khan S., (2012), «*Governance-default risk relationship and the demand for intermediated and non-intermediated debt*», Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol. 6, n° 3, pp. 25-42.
- Alonso P.A., Iturriaga F.J.P., Sanz J.A.R. et Vallelado E., (2005), «*Determinants of bank debt in a continental financial system : Evidence from Spanish companies*», The Financial Review, vol. 40, pp. 303-333.
- Altman E.I. (1968), «*Financial ratios, discriminate analysis and the prediction of corporate bankruptcy*», The Journal of Finance, vol. 23, n° 4, pp. 589-609.
- Anderson D., Francis J. et Stokes D., (1993), «*Auditing directorships and the demand for monitoring*», Journal of accounting and public policy, vol.12, pp. 353-375.
- Anderson R.C., Mansi S.A. et Reeb D.M., (2004), «*Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt*», Journal of Accounting and Economics, vol. 37, pp. 315-342.
- Andres Alonso P., López Iturriaga F., Rodríguez Sanz J.A. et Vallelado González E., (2005), «*The determinants of bank debt in a continental financial*

system : *Evidence from Spanish companies*», The Financial Review, vol. 40, pp. 305-333.

• Arena M.P. et Howe J.S., (2009), «*Takeover exposure, agency, and the choice between private and public debt*», Journal of Financial Research, vol. 32, pp. 199-230.

• Arena M.P., (2011), «*The Corporate Choice between Public Debt, Bank Loans, Traditional. Private Debt Placements, and 144A Debt Issues*». Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 36, pp. 391-416.

• Barclay M.J. et Smith C.W., (1995), «*The maturity structure of corporate debt*», The Journal of Finance, vol. 50, n° 2, pp. 609-631.

• Bell T.B., Ribar G.S., Verchio J.R., (1990), «*Neural Nets Vs. Logistic Regression : A Comparison of Each Model's Ability to Predict Commercial Bank Failures*», Proceedings of the 1990 Deloitte and Touche-University of Kansas Symposium on Auditing Problems, pp. 29-58.

• Berlin M. et Loeys J., (1988), «*Bond Covenants and Delegates Monitoring*», Journal of Finance, vol. 43, pp. 397-412.

• Berlin M. et Mester L., (1992), «*Debt covenants and renegotiation*», Journal of Financial Intermediation, vol. 43, pp. 95-133.

• Besanko D. et Kanas G., (1993), «*Credit Market Equilibrium with Bank Monitoring and Moral Hazard*», Review of Financial studies, vol. 6, pp. 213-232.

• Bhattacharya S. et Chiesa G., (1995), «*Proprietary information, financial intermediation, and research incentives*», Journal of financial intermediation, vol. 4, pp. 328-357.

• Blackwell D. et Kidwell D., (1988), «*An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt*», Journal of financial economics, vol. 22, pp. 253-278.

• Blackwell D., Marr M. et Spivey M., (1990), «*Shelf registration and the reduced due diligence argument : implications of the underwriter certification and the implicit insurance hypotheses*», Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 25, pp. 245-259.

• Boutillier M. et Bricogne J.C., (2006), «*Evolution du taux d'intermédiation financière en France (1984-2004)*», Bulletin de la banque de France, n° 146, février.

• Boyd j. et Prescott E., (1986), «*Financial intermediation coalitions*», Journal of economic theory, n° 38, pp. 244-232.

• Bozec R., (2005), «*Board of directors, market discipline and firm performance*», Journal of business Finance and Accounting, vol. 32, n° 9, pp. 1921-1960.

• Brennan M. et Subrahmanyam A., (1995), «*Investment analysis and price formation in securities markets*», Journal of Financial Economics, vol. 38, pp. 361-381.

• Burkart M., Gromb D. et Panunzi F., (1995), «*Large shareholders monitoring and the value of firm*», Discussion papers n° 220, Financial markets group LSE.

• Butler M., Kraft A. et Weiss I., (2007), «*The effect of reporting frequency on the timeliness of earnings : the cases of voluntary and mandatory interim reports*», Journal of Accounting and Economics, vol. 43, pp. 181-217.

• Cai J., Garner J. L. et Walkling R.A., (2009), «*Electing directors*», Journal of Finance, September, pp. 2389-2421.

• Carey M., Prowse S., Rea J. et Udell G., (1993), «*The economics of private placements : A new look*», Financial Markets, Institutions and Instruments, n° 2, pp. 1-67.

• Casasola M. et tribo J., (2002), «*Bank debt and market debt : an empirical analysis for Spanish firms*», Business Economics Series, Working Paper 02-07, p. 17.

• Charreaux G., (1994), «*Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise*», Revue d'économie financière, n° 31, hiver, pp. 49-79.

• Chemmanur T. et Fulghieri P., (1994), «*Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt*», The review of financial studies, vol. 7, pp. 475-506.

• Chen A. et Pan K.L., (1999), «*An answer to the long-run performance puzzle of IPOs in Taiwan : An application of the Fama-French Model*», Working paper, National Sun Yat-Sen University.

• Chen J.P., Chen S. et Su X., (2001), «*Profitability regulation, earnings management and modified audit opinions : evidence from 261 China*», Auditing A Journal of Practice and Theory, vol. 20, n° 2, pp. 9-30.

- Clarke J., Edward F. et Shawn T., (2004), «*Corporate diversification and asymmetric information : evidence from stock market trading characteristics*», Journal of Corporate Finance, vol. 10, n° 1, pp. 105-125.
- Coase R.H., (1937), «*The Nature of the Firm*», *Economica*, trad. française : «*La nature de la firme*», Revue française d'économie, vol. 2, n° 1, (1987), pp. 133-157.
- Datta S., Iskandar-Datta M. et Patel A., (1999), «*Bank monitoring and the pricing of corporate public debt*» Journal of Financial Economics, vol. 51, pp. 435-449.
- De Andrés Alonso P., Lopez Iturriaga F.J., Rodriguez Sanz J.A. et Vallelado Gonzalez E., (2005), «*Determinants of bank debt in a continental financial system : evidence from Spanish companies*», Financial Review, vol. 40, pp. 305-333.
- De Angelo L., (1981), «*Auditor Size and Quality*», Journal of Accounting and Economics, vol. 3, n° 2, pp. 183-199.
- Denis D.J. et Mihov V.T., (2003), «*The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt : evidence from new corporate borrowings*», Journal of Financial Economics, vol. 70, pp. 3-28.
- Dhaliwal D.S., Khurana I.K. et Pereira R., (2004), «*Costly public disclosure and the choice between private and public debt*», Working Paper, University of Arizona/ University of Missouri-Columbia p. 45.
- Diamond D., (1984), «*Financial intermediation and delegated monitoring*», Review of economics studies, vol. 51, pp. 393-414.
- Diamond D., (1989), «*Reputation acquisition in debt markets*», Journal of Political Economy, vol. 97, n° 4, pp. 828-862.
- Diamond D., (1991), «*Monitoring the reputation : the choice between bank loans and directly placed debt*», Journal of political economy, vol. 99, pp. 689-721.
- Dierkens N., (1991), «*Information asymmetry and equity issues*», The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 26, pp. 181-199.
- Easterwood J. et Kadapakkam P., (1991), «*The role of private and public debt in corporate capital structures*», Financial management, autumn, vol. 20, n° 3, pp. 49-58.
- Eisenberg T., Sundgren S. et Wells M., (1998), «*Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*», Journal of Financial Economics, vol. 48, pp. 35-54.
- Fama E., (1985), «*What's different about banks ?*», Journal of monetary economics, vol. 15, pp. 29-36.
- Fernández C. et Arrondo R., (2005), «*Alternative Internal Controls as Substitutes of the Board of Directors*», Corporate Governance Oxford, vol. 3, n° 6, pp. 856-874.
- Frankel R. et Li X., (2004), «*Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders*» ; Journal of Accounting and Economics, vol. 37, pp. 229-259.
- Gaver J. et Gaver K., (1993), «*Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing dividend and compensation policies*», Journal of accounting and economics, vol. 16, pp. 125-160.
- Gelb D. et Strawser J., (2004), «*Private versus public debt placement : does financial disclosure level affect debt placement ?*», Journal of Accounting and Finance Research, Fall II, pp. 139-152.
- Gillan S.L., Hartzell J.C. et Starks L.T., (2003), «*Explaining corporate governance : boards, bylaws and charter provisions* », Weinberg center for corporate governance working paper.
- Gilson S., Kose J. et Lang L., (1990), «*Troubled debt restructuring : an empirical study of private reorganization of firms in default*», Journal of Financial and Economics, n° 27, p. 349-362.
- Gorton G. et Kahn J.A., (1993), «*The Design of Bank Loan Contracts, Collateral, and Renegotiation*», NBER Working Papers n° 4273.
- Grullon G. et Kanatas G., (2001), «*Managerial incentives, capital structure and firm value : evidence from dual-class stocks*», Working paper, Rice University.
- Gurley J. et Shaw E., (1960), «*Money in the theory of finance*», Brookings Institution, Washington.
- Hadlock C. et James C., (1997), «*Bank lending and the menu of financing options*» ; Working paper, University of Florida.

- Hale G. et Santos J., (2008), «*The decision to first enter the public bond market : the role of firm reputation, funding choices, and bank relationships*», Journal of Banking and Finance, vol. 32, n° 9, pp. 1928-1940.
- Houston J. et James C., (1996), «*Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims*», The Journal of Finance, vol. 51, pp. 1863-1889.
- Hoven-Stohs M. et Mauer D., (1996), «*The Determinants of corporate debt maturity structure*», Journal of Business, vol. 69, pp. 279-312.
- Huson M. et MacKinnon G., (2003), «*Corporate spin-offs and information asymmetry between investors*», Journal of Corporate Finance, vol. 9, n° 4, pp. 481-503.
- Jara Bertin M., Moreno Warleta M., & Saona Hoffmann P., (2012), «*Non-linear relationship between growth opportunities and bank debt : A panel data analysis of chilean firms*». Academia, Revista Latinoamericana de Administración, vol. 50, pp. 44-65.
- Jensen M.C., (1986), «*Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*», American Economic Review, vol. 76, pp 323-329.
- Jensen M.C., (1993), «*The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control Systems*», Journal of Finance, vol. 48, n° 3, pp. 831-880.
- Jeong S.W. et Rhô J., (2004), «*Big 6 auditors and audit quality : The Korean evidence*», The International Journal of Accounting, vol. 39, pp. 175-196.
- Johnson S., (1997), «*The effect of bank reputation on the value of bank loan agreements*», Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 24, pp. 83-100.
- Johnson S., (1998), «*The effect of bank debt on optimal capital structure*», Financial Management, spring, vol. 27, pp. 47-57.
- Kallapur S. et Trombley M., (1999), «*The association between investment opportunity set proxies and realized growth*». Journal of Business Finance & Accounting, vol. 26, pp. 505-519.
- Khurana I.K. et Raman K.K., (2004), «*Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus Non-Big 4 audits : evidence from Anglo-American countries*», The Accounting Review, vol. 79, n° 2, pp. 473-495.
- Kremp E., Stoss E., et Gerdesmeier D., (1999), «*Estimation of a debt function : evidence from french and german firm panel data*», In, Sauve A. et Scheuer M., (eds), Corporate finance in Germany and France : A joint research of the Deutsche Bundesbank and the Banque de France, pp. 139-194.
- Krishnaswami S. Spindt P.A. et Subramaniam V., (1999), «*Information asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt*». Journal of Financial Economics, vol. 51, pp. 407-434.
- Leenox C., (1999), «*Audit quality and auditors size : an evaluation of reputation and deep pockets hypotheses*», Journal of Business Finance and Accounting, vol. 26, n° 7-8, pp. 779-805.
- Leland H. et Pyle D., (1977), «*Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation*», Journal of Finance, vol. 32, n° 2, pp. 371-384.
- Lobez F., (1997), «*Banques et marchés du crédit Paris*», Presses Universitaires de France, p. 192.
- Marra T. et Suijs J., (2004), «*Going-public and the influence of disclosure environments*», Review of Accounting Studies, vol. 9, n° 4, pp. 465-493.
- Matolcsy Z., (1999), «*The value-relevance of board composition within corporate governance*», working paper, university of technology, Sydney, November.
- Mizruchi M.S. et Stearns L.B., (1993), «*Board composition and corporate financing : The impact of financial institution representation on borrowing*», Academy of Management Journal, vol. 36, n° 3, pp. 603-618.
- Modigliani F. et Miller M., (1958), «*The Cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*», American Economic Review, vol. 48, pp. 261-297.
- Moizer P., (1997), «*Auditor reputation : the international empirical evidence*», International Journal of Auditing, vol. 1, pp. 61-74.
- Myers C.S., (1984), «*The capital structure puzzle*», The Journal of Finance, vol. 39, n° 3, pp. 1-33.
- Myers S., (1977), «*Determinants of corporate borrowing*», Journal of Financial Economics, vol. 5, n° 2, pp. 147-175.

- Nekhili M., (1999), «*Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises*», Finance, Contrôle et Stratégie, vol. 2, n° 3, pp. 179-206.
- Ohlson J.A., (1980), «*Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy*», Journal of Accounting Research, vol. 18, n° 1, pp. 109-131.
- Petersen M. and Rajan R., (1994), «*The benefits of lending relationships : Evidence from small business data*», Journal of Finance, vol. 49, pp. 1367-1400.
- Pinsonneault D., St-Cyr L., (1997), «*Mesure et analyse du risque d'insolvabilité*», Document pédagogique, Ecole des Hautes Etudes Commerciales (HEC) Montréal, p. 22.
- Rajan R., Winton A., (1995), «*Covenants and collateral as incentives to monitor*», The Journal of Finance, vol. 50, n° 4, pp. 1113-1146.
- Rajan R.G., (1992), «*Insiders and outsiders : the choice between informed and arm's length debt*», The Journal of Finance, vol. 47, n° 4., pp. 1367-1400.
- Ramakrishnan R. et Thakor A., (1984), «*Information reliability and a theory of financial intermediation*», journal of economic studies, vol. 51, pp. 415-432.
- Rediker K. et Seth A., (1995), «*Boards of directors and substitution effects on alternative governance mechanisms*», Strategic management journal, vol. 16, pp. 85-99.
- Saa-Requejo J., (1996), «*Financing decisions : lessons from the Spanish experience*», Financial management, Autumn, pp 44-56.
- Shalen C.T., (1993), «*Volume, volatility, and the dispersion of beliefs*», Review of Financial Studies, vol. 6, pp. 405-434.
- Singhania M. et Seth A., (2010), «*Financial leverage and investment opportunities in India : an empirical study*», International Research Journal of Finance and Economics, vol. 40, pp. 215-226.
- Slovin M.B., Johnson S.A. et Glascock J. L., (1992), «*Firm size and the information content of bank loan announcements*», Journal of Banking and Finance, vol. 16, pp. 1057-1071.
- Smith C. et Watts R., (1992), «*The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*», Journal of Financial Economics, vol. 32, pp. 263-292.
- Stiglitz J., (1985), «*Credit market and the control of capital*», Journal of Money, Credit and Banking, vol. 17, n° 2, pp. 133-152.
- Truong T., (2006), «*Corporate boards, ownership and agency costs : evidence from Australia*», The Business Review, Summer, vol. 5, n° 2, pp. 163-168.
- Van Ness B.F., Van Ness R.A. et Warr R.S., (2001), «*How well do adverse selection components measure adverse selection*», Financial Management, Autumn, vol. 30, pp. 77-98.
- Veronneault R. and Legaut J., (1991), «*CA - Score, un modèle de prévision de faillite*», rapport de recherche des ordres des comptables agréés du Québec.
- Verrecchia R. (2001), «*Essays on disclosure*», Journal of Accounting & Economics, vol. 32, pp. 97-180.
- Verrecchia R.E., (1983), «*Discretionary Disclosure*», Journal of Accounting and Economics, vol. 5, pp. 179-194.
- Watts R. et Zimmerman J., (1986), «*Positive accounting theory*», Englewood Cliffs, NJ : Prentice-Hall, international.
- Welch I., (1997), «*Why is bank debt senior ? A theory of asymmetry and claim priority based on influence costs*», The Review of Financial Studies, vol. 10, n° 4, pp. 1203-1236.
- Williamson O., (1983), «*Organization from residual claimants and corporate control*», Journal of Law & Economics, vol. 26, pp. 351-366.
- Williamson O., (1985), «*The economic institution of capitalism*», New York, Free Press, p. 450.
- Williamson O., (1991), «*Economic institutions, spontaneous and intentional governance*», Journal of law, economics and organization, vol. 7, pp. 159-187.
- Yeoh E. et Jubb C.A., (2001), «*Governance and audit quality : is there an association ?*», Working Paper, University of Melbourne, Australia.
- Yermack D., (1997), «*Higher market valuation of companies with a small board of directors*», Journal of Financial Economics, vol. 40, pp. 185-211.
- Yosha O., (1995), «*Information disclosure cost and the choice of financing source*», Journal of financial intermediation, vol. 4, pp. 3-20.

CONSIGNES AUX AUTEURS

PRÉSENTATION DES ARTICLES :

Les projets d'articles doivent être soumis à l'adresse **e-mail : recherche@larcf.com en format word.**

Une première page de couverture doit contenir le titre de l'article, le ou les nom(s) de(s) auteur(s), ses (leurs) coordonnées (qualité, institution, adresse, e-mail). Dans le cas où il y a plus d'un auteur, le nom et les coordonnées de la personne à contacter doivent être indiqués. La deuxième page doit comporter le titre, et **un résumé** ne dépassant pas **100 mots**. L'article ne doit pas dépasser les 30 pages de format standard (références et annexes comprises) et doit être présenté en interligne de 1,5 sur un seul côté de la feuille. Police recommandée : Times New Roman 12. Les tableaux, figures et graphiques doivent être numérotés et présentés dans le corps du texte ou en annexe. Les références bibliographiques doivent être classées dans l'ordre alphabétique et rédigées selon les modèles suivants :

Article : NOM AUTEUR 1, Initial Prénom, NOM AUTEUR 2, Initial Prénom, année, « titre article », titre revue, volume, numéro, page début-page fin (par ex. pp. 1-3).

Ouvrage : NOM AUTEUR 1, Initial Prénom, NOM AUTEUR 2, Initial Prénom, année, « titre », Editeur, lieu d'édition.

Un engagement individuel sur l'intégrité et l'honnêteté scientifiques doit accompagner l'article.

Engagement d'intégrité

« J'atteste (Nom et prénom) que ce travail proposé pour publication à la Revue « **Recherches en Comptabilité & Finance** » intitulé « », est personnel et original et que j'ai indiqué en bas de page chaque source utilisée.

Je déclare, en conséquence, en assumer l'entière responsabilité.»

Date.....

Nom et Prénom

Signature

Tout article adressé à la Revue « **Recherches en Comptabilité & Finance** » est soumis au comité de lecture et est lu par au moins deux membres, sans indication du nom de l'auteur. L'article est alors accepté, refusé ou accepté sous réserve de modifications. En cas d'acceptation définitive de l'article, un format définitif de la version acceptée sera proposé à (aux) l'auteur(s).

RAPPORT D'ACTIVITÉ

La coordination a reçu 8 propositions d'articles. Les travaux d'évaluation effectués par des professeurs membres du comité scientifique ont abouti à la sélection de 4 articles publiés dans le présent numéro.

Le coordinateur de la Revue

