

DÉPARTEMENT DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET ADMINISTRATIVES

STRUCTURE DU CAPITAL  
ET MANAGEMENT STRATÉGIQUE

ROCH SIMARD

mémoire

présenté pour l'obtention  
du grade de maîtrise Msc (PMO)

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC  
à Chicoutimi

DÉCEMBRE 1991



### **Mise en garde/Advice**

Afin de rendre accessible au plus grand nombre le résultat des travaux de recherche menés par ses étudiants gradués et dans l'esprit des règles qui régissent le dépôt et la diffusion des mémoires et thèses produits dans cette Institution, **l'Université du Québec à Chicoutimi (UQAC)** est fière de rendre accessible une version complète et gratuite de cette œuvre.

Motivated by a desire to make the results of its graduate students' research accessible to all, and in accordance with the rules governing the acceptance and diffusion of dissertations and theses in this Institution, the **Université du Québec à Chicoutimi (UQAC)** is proud to make a complete version of this work available at no cost to the reader.

L'auteur conserve néanmoins la propriété du droit d'auteur qui protège ce mémoire ou cette thèse. Ni le mémoire ou la thèse ni des extraits substantiels de ceux-ci ne peuvent être imprimés ou autrement reproduits sans son autorisation.

The author retains ownership of the copyright of this dissertation or thesis. Neither the dissertation or thesis, nor substantial extracts from it, may be printed or otherwise reproduced without the author's permission.

## RÉSUMÉ

Plusieurs chercheurs tentent d'expliquer la structure du capital des entreprises. Les principales théories émergentes (Approche des marchés parfaits, théorie des coûts d'agence et la théorie des coûts de faillite) se basent, pour la plupart, sur une approche économico-financière. Les conclusions, auxquelles ses recherches aboutissent, laissent transparaître un écart entre la réalité du phénomène étudié et les modèles prescrits.

L'objectif de ce mémoire est d'établir si une nouvelle optique peut combler ce manque. Ainsi, nous étudions la structure du capital au niveau de l'entreprise et nous essayons de trouver les éléments qui distinguent la structure financière d'une compagnie par rapport à une autre.

Notre idée maîtresse part du principe que les organisations sont des milieux créés par et pour des individus. Nous délaissions l'aspect de la boîte noire si proéminente en économie pour nous préoccuper du facteur humain. Ainsi, nous croyons que les preneurs de décisions influencent grandement l'endettement des sociétés. Nous tentons d'expliquer la structure du capital à l'aide de quatre variables. Celles-ci sont: la profitabilité de l'entreprise (obtenue dans les rapports annuels), la croissance de ses ventes (obtenue dans les rapports annuels), la propension au risque du président (évaluée par l'entremise d'un questionnaire) et l'environnement externe propre à l'entreprise (questionnaire). Nous avons recueilli les données nécessaires auprès de 41 entreprises.

Nos résultats nous permettent d'affirmer que le profit et la croissance des ventes sont utiles au modèle. Par contre, les variables de la propension au risque du président et de l'environnement externe de l'entreprise ne sont pas statistiquement significatives. Malgré cela, nous croyons que la subjectivité intervient dans le processus d'endettement des sociétés.

## AVANT-PROPOS

Le choix de la structure du capital au sein des entreprises a suscité et suscite encore l'intérêt de nombreux théoriciens. En effet, depuis Modigliani et Miller (1958), une multitude de modèles expliquant la structure du capital au sein des entreprises à vu le jour. Certains modèles ont évolué dans le même courant de pensées (Static Tradeoff Theory) et d'autres ont emprunté une tout autre voie (Etudes en coupe instantannée). Ainsi, il s'est créé une brèche qui semble incontournable entre les tenants d'une approche purement théorique et les tenants d'études empiriques.

Pour tenter d'amoindrir ces divergences d'opinions, nous avons suivi les conseils d'autres chercheurs à savoir qu'une nouvelle approche serait profitable. Ainsi, dans ce mémoire nous abordons une optique développée tout récemment par Sydney Leland Barton (1985), soit une approche stratégique au problème de la structure du capital. Celle-ci emprunte certains concepts du management stratégique transposés au monde financier.

Plusieurs personnes ont collaboré à ce projet.

Premièrement, cette recherche n'aurait pu aboutir sans les conseils judicieux des professeurs Gilles Saint-Pierre et Jacques Leclerc. Ces derniers ont su m'encourager dans mes démarches et ils ont participé activement à l'élaboration d'un mémoire qui, nous espérons, aura contribué à l'avancement de la recherche dans ce domaine.

Deuxièmement, j'aimerais remercier tous les présidents, vice-présidents et autres, dont nous ne divulgons pas les noms pour des raisons de confidentialité, qui ont bien voulu m'accorder du temps pour répondre à certaines questions. Sans leurs apports cette recherche n'aurait pu se concrétiser.

Troisièmement, mes parents qui m'ont été d'une aide innestimable au niveau financier et qui m'ont fourni le support moral me permettant de poursuivre.

Finalement, et plus qu'autrement, je tiens à dédier cette recherche à mon amie, Danielle Coda, qui m'a épaulé tout au long de mon mémoire.

## Table des matières

CHAPITRE I: LE PROBLEME DE RECHERCHE . . . . .	9
CHAPITRE II: LITTERATURE FINANCIERE . . . . .	14
I. Objectif du chapitre: . . . . .	14
II. Plan du chapitre: . . . . .	14
III. Deux approches distinctes . . . . .	16
A. La Static Tradeoff Theory (STT) . . . . .	19
1. L'approche traditionnelle . . . . .	20
2. Le modèle de Modigliani et Miller . . . . .	22
3. Les marchés imparfaits . . . . .	33
a .     R e s t r i c t i o n s	
institutionnelles: . . . . .	33
b. Les coûts de faillite: . . . . .	36
c. Les coûts d'agence: . . . . .	45
d. Effet de la clientèle: . . . . .	60
4. Marchés imparfaits comme argument à	
la non pertinence . . . . .	66
5. Critique globale sur l'approche de	
la STT . . . . .	69
B. Les études en coupe instantanée . . . . .	74
1. L'industrie . . . . .	75
2. La taille de l'entreprise . . . . .	81
3. Le risque . . . . .	82

4. Autres . . . . .	83
5. Critique des études en coupe instantanée . . . . .	84
IV. La théorie de l'ordre hiérarchique. . . . .	86
V. La structure du capital et les P.M.E. . . . .	92
A. PME et coûts de faillite . . . . .	92
B. PME et coûts d'agence . . . . .	95
CHAPITRE III: LE PARADIGME STRATEGIQUE	
ET LA STRUCTURE DU CAPITAL . . . . .	99
I. Qu'est-ce qu'une stratégie ? . . . . .	99
II. Le paradigme stratégique . . . . .	104
III. La structure du capital défini . . . . .	108
IV. Une nouvelle approche . . . . .	110
V. Tests empiriques . . . . .	114
CHAPITRE IV: Propositions et hypothèses . . . . .	
I. Les propositions . . . . .	117
A. Proposition 1 . . . . .	117
B. Proposition 2 . . . . .	119
C. Proposition 3 . . . . .	121
D. Proposition 4 . . . . .	122

E. Proposition 5 . . . . .	123
II. Hypothèses . . . . .	124
A. Hypothèse de la propension pour le risque . . . . .	125
1. Mesure spécifique du risque . . . . .	126
B. Hypothèse de la croissance des ventes .	128
1. Mesure spécifique de la croissance	130
C. Hypothèse de profitabilité . . . . .	130
1. Mesure spécifique de la profitabilité . . . . .	131
D. Hypothèse sur l'environnement externe .	132
1. Mesure spécifique de l'environnement externe . . . . .	133
E. Sommaire des hypothèses . . . . .	135
CHAPITRE V: METHODOLOGIE ET RESULTATS . . . . .	137
I. Éléments méthodologiques . . . . .	137
A. L'échantillon . . . . .	138
B. Sources d'information . . . . .	139
C. Période temporelle . . . . .	140
II. Résultats . . . . .	140

---

*Table des matières*

A. Le taux de réponse . . . . .	141
B. Caractéristiques de notre échantillon .	141
C. Résultats des inférences statistiques .	143
D. Discussion des résultats . . . . .	145
E. Sommaire des résultats . . . . .	148
F. Conclusion générale . . . . .	149
G. Implications pour les recherches futures . . . . .	150
Bibliographie . . . . .	154
ANNEXE 1 . . . . .	162
ANNEXE 2 . . . . .	168
NOTES . . . . .	177

## CHAPITRE I: LE PROBLEME DE RECHERCHE

Dès la première année du baccalauréat en administration, les étudiants sont confrontés aux diverses études réalisées dans l'univers de la gestion. Parmi les sciences de l'organisation, nous retrouvons la finance. Ainsi, les futurs gestionnaires se voient enseigner des modèles passant de l'environnement financier (contexte légal et fiscal), aux investissements (actualisation, incertitude, etc.), aux questions portant sur les dividendes et échouent immanquablement sur la structure du capital. Ce dernier élément constitue le centre de notre recherche.

La structure du capital ou la répartition du capital entre la dette et l'avoir des actionnaires au sein d'une entreprise ne cesse de fasciner les éminents scientifiques. C'est sans doute pour cette raison que les étudiants du premier cycle en finance sont confrontés à des théories apparemment aussi contradictoires les unes que les autres. Ainsi, certaines études démontrent la pertinence de la structure du capital quant à la valeur de la firme et d'autres, toutes aussi nombreuses, en prouvent le contraire. Un débat amorcé depuis une trentaine d'années (et plus) a réussi à créer une telle brèche entre les deux

approches (pertinence et non-pertinence), qu'il semble impossible d'en venir à un accord mutuel.

C'est dans le but d'atténuer ces contradictions que nous étudions la structure du capital. Nous croyons fermement qu'une nouvelle optique face à la situation serait profitable à la résolution du problème. Conséquemment, nous considérons qu'une approche axée sur le management stratégique nous permettra de réaliser notre objectif. La thèse de doctorat de Sydney Leland BARTON (1985) <sup>1</sup> nous apporte une aide inestimable. dans la même veine, ce dernier a appliqué certains concepts de management stratégique à la problématique de la structure du capital au sein des grandes entreprises américaines. Ainsi, le problème essaie de rapprocher deux champs de la gestion des organisations; la finance et le management stratégique. Nous croyons que la structure du capital d'une entreprise peut être stratégiquement importante. En effet, si l'on observe la stratégie des grandes entreprises japonaises, on s'aperçoit que celles-ci emploient un niveau de levier financier fort élevé. Plusieurs gestionnaires américains y voient un avantage stratégique. Ainsi, nous croyons que la décision

quant à la structure du capital peut tendre à être de nature stratégique ce qui suggère qu'une optique management stratégique pourrait expliquer les différents comportements perçus dans les petites et moyennes entreprises. Ainsi, nous délaissons donc l'approche purement financière en utilisant une optique qui puise ses sources à la fois dans les théories financières et dans la littérature liée au management stratégique. L'inconvénient majeure de cette approche découle du fait qu'il n'existe pas actuellement de recherche ayant jumelé ces deux optiques de la gestion contemporaine aux PME. Seule la thèse de M. Barton a abordé ces aspects intéressants. Toutefois, son étude ne s'est étendue qu'auprès de grandes entreprises. Pour tenter d'apporter des faits nouveaux dans ce domaine d'étude, nous reprenons une des deux grandes questions que Barton a soulevée, à savoir; *"Does corporate strategy affect the capital structure decision ... ?"* et nous la transposons en contexte de PME québécoises. En citant Barton (1985, p. 3), nous pouvons reconnaître l'ordre d'idées poursuivi:

*Specifically, this dissertation argues that the financing decision is influenced by factors that are not purely financial, and that these non-financial factors are best captured by corporate strategy. ... the application of the strategy paradigm (Andrew, 1980) of this problem best incorporates both the financial and the non-financial factors which are proposed as being important.*

Plus précisément, l'approche de ce mémoire utilise une optique management stratégique à laquelle nous intégrons des théories financières développées antérieurement pour reconnaître ce qui détermine réellement la structure financière des PME.

Pour atteindre cet objectif, nous divisons la recherche de façon analogue à celle de Barton.

Le présent chapitre se veut une courte introduction au problème de recherche ainsi qu'une identification de la prise de position engendrée face au problème.

Le deuxième chapitre fait le point sur la littérature financière propre à la structure du capital. Sans vouloir

recenser toutes les études réalisées dans ce domaine, nous citons les plus essentielles et les plus fondamentales.

Le troisième chapitre développe le concept de management stratégique et l'intègre à la théorie financière.

Les hypothèses spécifiques ainsi que les variables utilisées lors de la recherche sont décrites au quatrième chapitre.

L'échantillon, les tests effectués et les résultats enregistrés sont présentés au cinquième chapitre

## **CHAPITRE II: LITTERATURE FINANCIERE**

### **I. Objectif du chapitre:**

Dans ce chapitre, nous passons en revue les diverses études réalisées par les spécialistes de la finance en matière de structure du capital. La synthèse de l'état de la finance, dans ce domaine, demeure l'objectif primordial de cette révision. Pour ce faire, nous recensons les études les plus fondamentales se rapprochant de notre problématique. A partir de ce recueil, nous élaborons les connaissances de base indispensables à la poursuite de notre recherche.

### **II. Plan du chapitre:**

Dans le but de clarifier notre démarche, nous tenons à présenter un aperçu du déroulement du chapitre (figure 1). Comme point de départ, nous établissons la distinction qui existe entre les deux courants de pensée prédominants quant à la structure du capital. Suite à cette différenciation, nous empruntons chacune des deux voies qui nous sont ouvertes pour en approfondir les théories émergentes respectives. Nous débutons par les théories

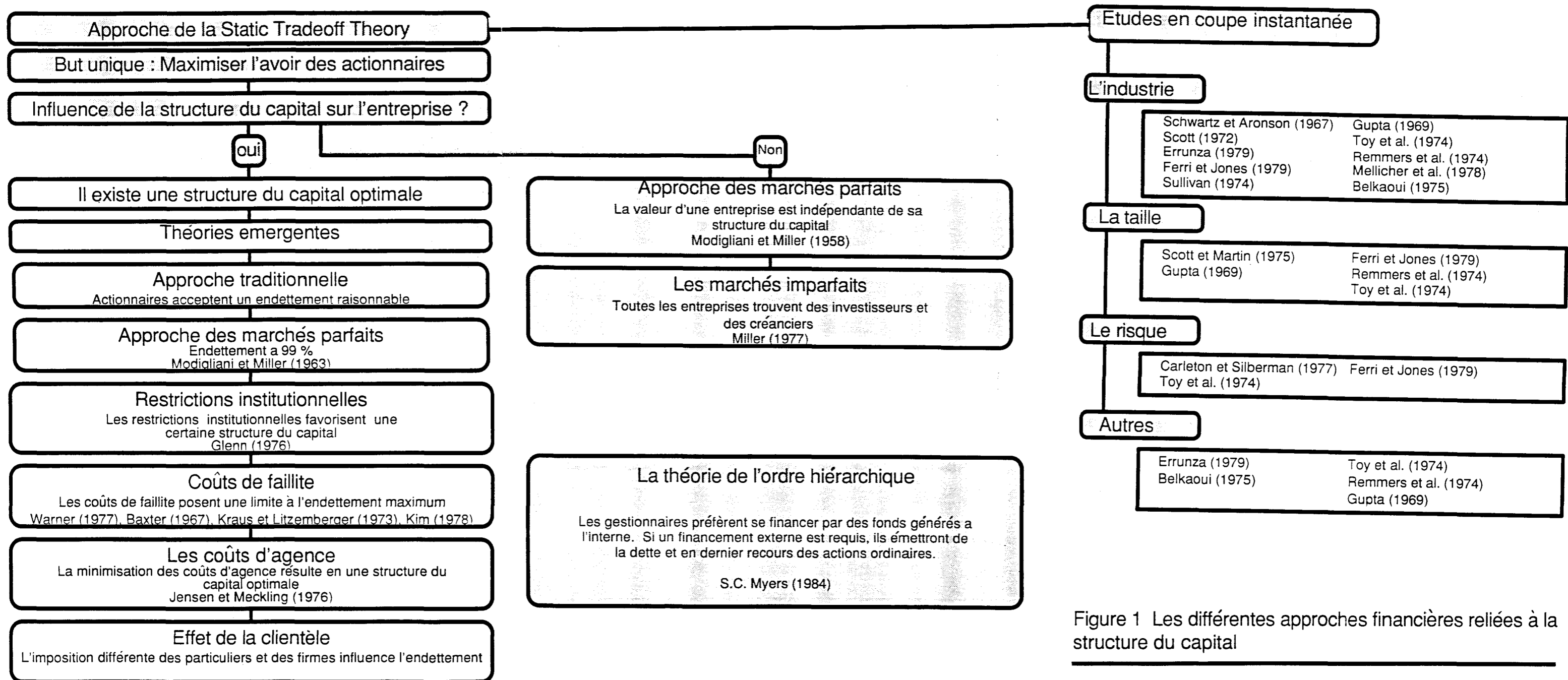
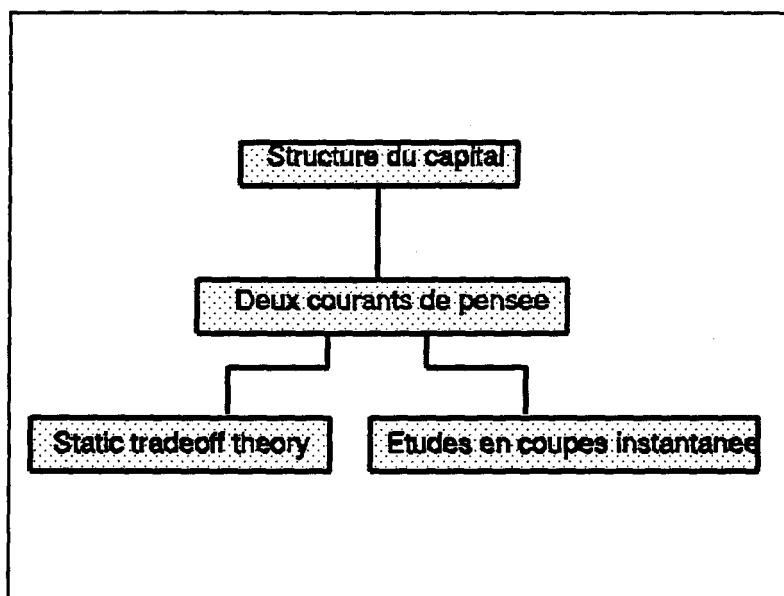


Figure 1 Les différentes approches financières liées à la structure du capital

ayant trait à l'approche de la "Static Tradeoff Theory", ci-après STT, et poursuivons avec les études classées selon l'approche des études en coupe instantanée. Enfin, nous terminons en analysant la théorie de l'ordre hiérarchique. Tout au long du chapitre, nous entreprenons l'examen critique des différentes théories.

### **III. Deux approches distinctes**

Deux approches distinctes se retrouvent dans la littérature financière (figure 2). La première, purement théorique,



**Figure 2** Deux approches distinctes.

provient des théories économiques et nous la nommons la "Static Tradeoff Theory" (STT). La deuxième approche se distingue de la première par son optique empirique. Nous conservons son appellation usuelle à savoir; études en coupe instantanée.

La STT maintient que le but unique visé par les gestionnaires d'une entreprise réside dans la maximisation de l'avoir des actionnaires <sup>2</sup>. Pour les tenants de cette théorie, il ne reste qu'à reconnaître si la structure du capital influence ou non la valeur de la firme. Si tel est le cas, une structure du capital optimale demeure. Sinon, la structure du capital importe peu et il ne subsiste pas de ratio optimal entre la dette et l'avoir des actionnaires (figure 3).

Par contre, les études en coupe instantanée n'essaient pas de reconnaître la pertinence ou la non-pertinence de la structure du capital. Elles tentent plutôt d'identifier certaines variables (par exemple: l'industrie, la croissance de l'entreprise, ses profits, etc.) qui permettraient de reconnaître s'il existe, en réalité, une différence fon

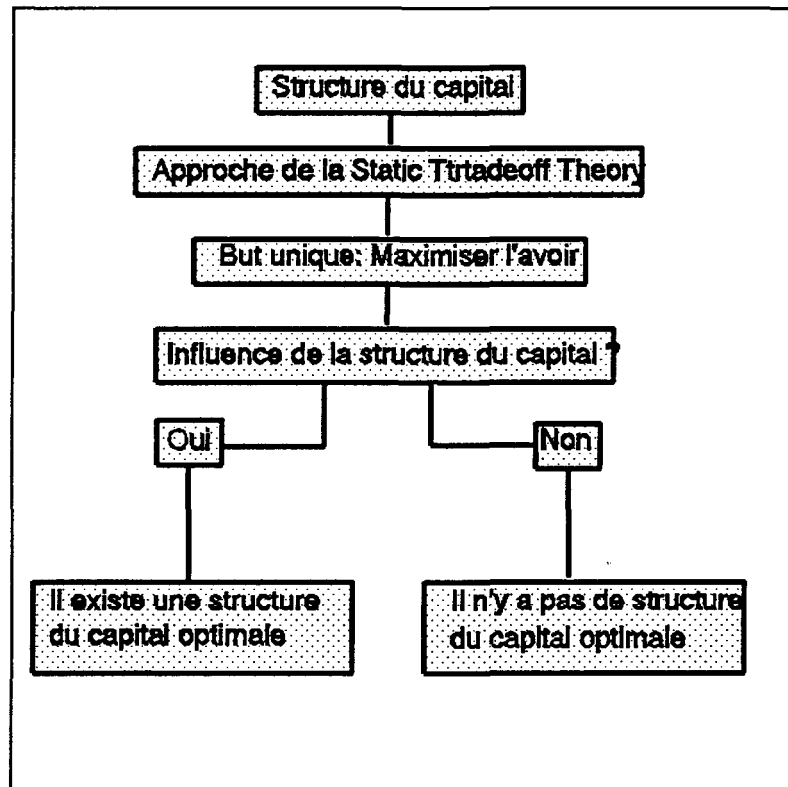


Figure 3 La Static Tradeoff Theory.

damentale dans la structure du capital d'un type d'entreprise par rapport à un autre. S'il persiste une dissemblance, les chercheurs tenteront d'en trouver les facteurs communs pour ainsi effectuer la catégorisation des entreprises (figure 4). Par exemple, les entreprises de grande taille possèdent un ratio de l'avoir des actionnaires inférieure à celui des petites entreprises.

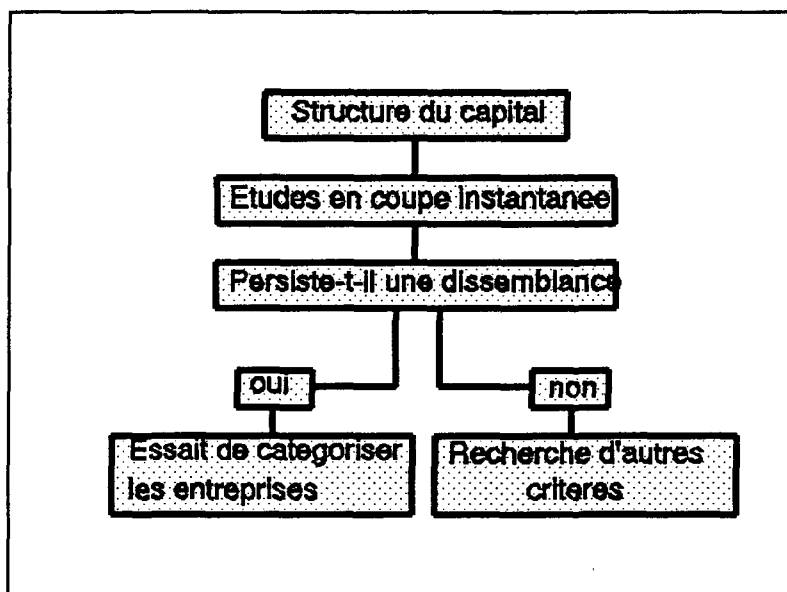


Figure 4 Les études en coupes instantanée.

#### A. La Static Tradeoff Theory (STT)

Dans cette section, nous énumérons les études essentielles et fondamentales reliées à la STT. Rappelons-nous que ces recherches essaient de démontrer, à partir d'un critère de maximisation de l'avoir des actionnaires, si la structure du capital se révèle pertinente ou non à la valeur de l'entreprise.

### **1. L'approche traditionnelle <sup>3</sup>**

Le raisonnement de base de cette approche repose sur le fait que les actionnaires acceptent que les entreprises empruntent raisonnablement (figure 5). Cette position favorable au levier financier est rendue possible grâce au moindre coût de la dette et au risque financier minime des premières émissions

d'obligations. Ainsi, les investisseurs ne modifient point leur rendement, tant et aussi longtemps que l'endettement de l'entreprise ne dépasse pas un niveau acceptable. Par contre, ces derniers exigeront un rendement accru lorsque l'endettement deviendra trop risqué. Cette augmentation du rendement, exigée par les actionnaires, s'accroît avec les émissions d'obligations jugées moins sécuritaires.

En somme, l'augmentation du ratio d'endettement a pour effet de diminuer le coût du capital de l'entreprise lorsque la dette semble peu risquée et ce jusqu'à l'obtention d'une structure du capital optimale. Passé ce point, le faible coût de la dette est contré par une hausse

accentuée du rendement exigé par les actionnaires et les créanciers.

Ainsi, pour les tenants de l'approche traditionnelle, il existe une structure du capital optimale située à un "certain" niveau d'endettement. Ce qui implique, pour ces derniers, que le coût du capital n'est pas indépendant de la structure du capital et que l'on peut, par un choix judicieux d'endettement, maximiser l'avoir des actionnaires.

L'approche simpliste et subjective de ce modèle lui a certainement valu la grande majorité de ses critiques. En fait, son manque de bases théoriques solides et son incapacité à déterminer la structure du capital optimale en un point plus ou moins précis relègue ce modèle au second plan.

Par contre, malgré le manque de preuves consistantes, il semble que ce modèle reflète bien la réalité financière des entreprises. En effet, le comportement des multiples bailleurs de fonds correspond en grande partie à la théorie

élaborée selon l'approche traditionnelle.

Pour doter ce modèle d'une certaine rationalité, diverses théories ( théorie de Modigliani et Miller, coûts d'agence, coûts de faillite, etc...) ont essayé de combler les lacunes de cette approche en ajoutant des bases théoriques formelles et en déterminant un niveau spécifique d'endettement. Par conséquent, nous pouvons concevoir l'approche traditionnelle comme étant la base aux théories portant sur la structure du capital.

## **2. Le modèle de Modigliani et Miller <sup>4</sup>**

En 1958 est publié un article révolutionnaire, en finance, dont les auteurs sont Franco Modigliani et Merton H. Miller, que nous identifions sous le sigle MM. Dans ce travail de recherche on retrouve, entre autre, la fameuse proposition 1 qui affirme que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure du capital. Ce résultat s'obtient en posant trois hypothèses centrales de travail à savoir, des marchés de capitaux parfaits ( c.-à-d. que tous possèdent la même information, le prêt et l'emprunt

personnel s'effectuent au taux des sociétés, sans aucun frais de transaction, ...), absence de coûts de faillite et absence d'impôts <sup>5</sup>. S'ajoute à ces hypothèses, la possibilité d'identifier les entreprises selon leur classe de risque respective.

Pour démontrer la pertinence de leur proposition, MM utilisent une preuve dite d'arbitrage (transaction dont la finalité donne un bénéfice certain). Celle-ci sert à démontrer qu'un déséquilibre au niveau des valeurs marchandes d'entreprises de classes correspondantes porte les investisseurs, tous rationnels, à transiger leurs titres pour réaliser un gain en capital. Ils vendront la portion dette/avoir détenue dans l'entreprise sur-évaluée pour acheter une participation équivalente à moindre coûts dans la firme sous-évaluée. Ces transactions se multiplieront jusqu'à l'obtention de l'équilibre (même valeur des titres).

Pour MM, il ne peut exister d'écart entre les valeurs marchandes de deux entreprises de même classe de risque. Ainsi, une entreprise endettée ne vaut pas plus qu'une

autre uniquement en fonction de son niveau de levier financier, *cetirus paribus*. Comme l'indique Weston (1989) <sup>6</sup>; "MM proposition 1 is essentially the law of one price".

Bien entendu, cette affirmation a donné prise à une critique peu indulgente. C'est sans doute pour cette raison, qu'en 1963, MM corrigent l'article datant de 1958. Dans celui-ci, ils relâchent l'hypothèse de non imposition <sup>7</sup>. Ils en concluent que l'endettement représente un facteur plus important que prévu <sup>8</sup>. Ils trouvent qu'une augmentation du levier financier diminue le coût du capital dû à la comptabilité fiscale des intérêts. Ainsi, pour obtenir une structure du capital optimale, il faut que les compagnies s'endettent à 99.9%.

Nous pouvons concevoir cet endettement maximal de la façon suivante. Si nous acceptons que la valeur d'une firme endettée ( $V''$ ) équivaut à la valeur d'une firme non endettée ( $V$ ) plus les bénéfices liés à la déduction des intérêts dûs au régime fiscal ( $V'' = V + \text{bénéfices d'intérêts}$ ), nous voyons que pour maximiser la valeur de l'entreprise, il suffit de s'endetter à 100 %. Plus la dette est élevée,

plus les avantages fiscaux sont importants.

Suite à la polémique qui entoure les diverses hypothèses de travail de cette étude, plusieurs auteurs se sont efforcés d'amoindrir l'importance de ces dernières. Les sections suivantes traitent ces éléments <sup>9</sup>. Mais avant tout, il faut souligner que même MM proposent que l'endettement maximal ne devrait pas faire partie des objectifs fixés par les gestionnaires. Ils expliquent que d'autres formes de financement peuvent s'avérer moins dispendieuses et, plus qu'autrement, les restrictions posées par les créditeurs rendent difficile l'atteinte de cet objectif.

Pour démontrer l'existence d'une relation entre la structure du capital et la valeur d'une entreprise (valeur de tous les titres émis par l'entreprise, c'est-à-dire, les actions et les obligations émises), plusieurs chercheurs essaient de confirmer la pertinence du postulat fondé sur le modèle de MM. Ils concluent qu'il est plus compliqué que prévu de tester cette théorie. Copeland et Weston (1980) relèvent cinq difficultés souvent rencontrées lors des études empiriques <sup>10</sup>.

La première difficulté vient du fait que le modèle de MM ne peut tenir compte de la croissance des "cashflows". Même si on ajuste le modèle pour incorporer cette croissance, la mesure véritable qu'il faut estimer est la croissance **anticipée** de ces entrées et sorties de fonds. Cette dernière variable est tout simplement impossible à mesurer selon Copeland et Weston.

La deuxième difficulté vient de l'exclusion de la variable taille dans l'étude de MM. Il semble que les frais d'émission de la dette et des actions soient plus élevés pour des entreprises de petite taille, paramètre qui devient donc indispensable à toute recherche portant sur la structure du capital.

La troisième difficulté découle du fameux risque d'affaire homogène à l'intérieur des classes. Boness et Frankfurter (1977) <sup>11</sup>, en testant ce critère au sein de l'industrie des utilités électriques (supposée très uniforme), concluent que ces dernières ne sont pas toutes homogènes quant à leur classe de risque:

*... the Modigliani and Miller choice,  
... , using the definition of electric  
utilities (or any "industry" for that  
matter) as a surrogate for risk class,  
was a poor choice <sup>12</sup>.*

La quatrième difficulté provient de la complexité de la décision qu'implique le mode de financement. Un nouvel investissement entraîne souvent un remaniement des actifs de la firme, résultant en certains changements quant aux risques encourues par l'entreprise.

Finalement, l'utilisation de méthodes statistiques telle la régression inter-sectorielle (cross-sectional regression) affaiblit les résultats obtenus par les études empiriques car elle amplifie la signification des coefficients de régression.

Malgré tout, Hamada (1972) <sup>13</sup>, en confrontant la théorie financière traditionnelle à celle de MM, parvient à démontrer qu'environ 21% à 24% du risque systématique observé auprès des actions ordinaires peut s'expliquer par la hausse du risque financier de l'entreprise dû à une augmentation de l'endettement (sous forme de dette conven-

tionnelle ou d'actions privilégiées). Ces résultats viennent contrer la théorie traditionnelle pour favoriser le modèle de MM <sup>14</sup>.

Masulis (1983) <sup>15</sup>, quant à lui, démontre qu'il existe une relation positive entre le prix des actions et le changement dans le levier financier et trouve que la variation dans la valeur de l'entreprise est positivement corrélée avec l'évolution de l'endettement. Observation qui rejoint le modèle de MM qui dicte l'existence de bénéfices à l'endettement.

Robichek et al. (1973) <sup>16</sup> ont trouvé que l'effet de levier sur le coût du capital action est d'environ 0.9% pour chaque variation d'une unité du ratio dette/avoir. Ayant trouvé un effet lié à l'endettement, ils se rapprochent du modèle de MM. Il va de soi que MM ont également trouvé un effet positif à l'endettement <sup>17</sup>.

Voilà plus de preuves qu'il n'en faut pour confirmer le modèle de Modigliani et Miller. Cependant les recherches qui réfutent ce modèle sont toutes aussi nombreuses.

*There are other studies ... [who] find no leverage effect or even opposite effects. It's fair to say that the academic community is divided on the issue* <sup>18</sup>.

Le consensus semble donc difficile à obtenir quant au modèle de MM.

MM, en démontrant qu'il n'existe pas de structure du capital optimale, créèrent tout un remous au sein des communautés scientifiques impliquées dans le débat. Certains chercheurs ont critiqué les hypothèses sur lesquelles ce modèle s'appuie (par exemple: marchés parfaits, absence d'impôts, dette sans risque, etc...) qu'ils ont jugées irréalistes. Par contre, certains auteurs nous rappellent qu'en effet, un modèle se doit de simplifier la réalité. Lusztig et al. (1983) <sup>19</sup> nous donnent un bon aperçu de ce qu'il en est:

*... l'utilité d'un modèle vient souvent, justement, de ses simplifications et de l'éclairage que celles-ci apportent sur les phénomènes étudiés. De plus, les véritables tests du modèle viennent d'avantage de la justesse de ses implications que du réalisme de ses suppositions.*

En 1963, MM, pour rendre leur modèle plus réaliste, signalent que:

*... there are limitations ... in real world problems of financial strategy which are not fully comprehended within the framework of static equilibrium ... "the need for preserving flexibility" will normally imply the maintenance by the corporation of a substantial amount of untapped borrowing power* <sup>20</sup>.

Ainsi, MM entrevoient que la STT simplifie exagérément le processus réel de la prise de décision quant aux structures financières des sociétés. Les chercheurs tels que Jensen, Meckling, Gupta, Stiglitz, Scott, en fait, tous ceux qui ont élaboré des modèles allant à l'encontre de la théorie de MM \*, sont indirectement des opposants de ce modèle. L'étude faite par Ross (1977) <sup>21</sup> inclut une note assez révélatrice sur la pensée de certains protagonistes:

*Of course, as the Modigliani and Miller theory argues, there may not be significant role for finance, but then some explanation is required of the apparently irrational effort that the*

---

\* Ces recherches sont étudiées à la suite de cette critique.

*corporations put into the financial decision making process. One of the more sobering experience for a student of finance is to explain the irrelevancy proposition to a corporate treasurer.*

Ceux qui contredisent le modèle de MM s'appuient généralement sur trois points;

1. La perception du risque semble s'accroître lorsque l'investisseur et non la compagnie s'endette. Une des raisons avancées est la responsabilité limitée des actionnaires. Lors de la faillite d'une entreprise, la seule responsabilité de l'investisseur réside dans sa mise de fond. Par contre, s'il emprunte lui-même pour investir dans la compagnie, il se peut qu'il perde beaucoup plus que son emprunt.
2. Les taux d'intérêt exigés pour les emprunts personnels sont normalement plus élevés que les taux corporatifs d'où l'avantage à laisser les entreprises s'endetter.

3. Le risque total étant lié au risque financier, il se peut qu'une entreprise ne puisse profiter indéfiniment de l'avantage fiscal si une faillite intervient ou si, pendant plusieurs années consécutives, l'entreprise ne retire aucun profit. Ainsi, un recours excessif aux emprunts tend à réduire la valeur de l'entreprise.

Ces trois points appuient la thèse voulant qu'il existe un désavantage significatif à l'endettement. Mentionnons qu'un article paru dans le Times <sup>22</sup> cite un éminent économiste dont les écrits rendent compte des vagues de "Leverage Buy Out" infligées aux entreprises américaines;

*High leverage is unsafe, not just for a company but the entire economy ... Management loses the power to do many things. It has no margin for error and less margin for additional risk.*

L'auteur de cette citation n'étant nul autre que Franco Modigliani !

### **3. Les marchés imparfaits**

Le texte de MM (1963), abordé précédemment, recommande que les entreprises s'endettent à 100%. Mais les études démontrent que l'endettement moyen se situe plutôt à 20% ou 30% <sup>23</sup>.

Dans cette section, nous énumérons les recherches essentielles réalisées pour réconcilier la position de MM avec la réalité. Ces théories se divisent en quatre groupes distincts soient; les restrictions institutionnelles, les coûts de faillite, les coûts d'agence et l'effet de la clientèle. Voyons ce qu'il en est.

#### **a. Restrictions institutionnelles:**

Cette théorie se base sur le fait que les restrictions institutionnelles retardent le processus d'arbitrage. Les investisseurs institutionnels, tels les compagnies d'assurance et les fonds de pension, ne peuvent s'endetter personnellement (homemade leverage) pour profiter des situations d'arbitrage qui se présentent. De plus, ces

différentes entreprises financières ne peuvent investir qu'auprès de compagnies bénéficiant d'une certaine cote de qualité financière (AAA, AA, A par exemple). Cette restriction crée une demande artificielle pour les entreprises répondant au critère de qualité. Ainsi, plus la demande s'accroît plus le prix des actions de ces entreprises augmente. Il s'ensuit une surévaluation de ces entités. L'effet contraire se produit si la firme ne réponds plus aux critères requis. La réduction de la demande aura un effet néfaste sur la valeur marchande des instruments financiers de la firme.

Glenn (1976) <sup>24</sup> signale que la combinaison des restrictions institutionnelles et des restrictions pour la vente à découvert résulte en une structure du capital optimale. Mais en quoi cela affecte-t-il la structure financière d'une entreprise ? Rappelons-nous que la demande artificielle créée par les restrictions institutionnelles surévalue la valeur marchande des actions de ces firmes. Il faudrait, pour contre balancer cet effet, un processus qui ramènerait la valeur de ces entreprises à un niveau plus équitable. Ces actions peuvent être entreprises par les

investisseurs dont les choix d'investissements ne sont pas limités par des restrictions institutionnelles. Ces derniers, en vendant à découvert les actions des entreprises sur évaluées, réaliseraient des profits qui seraient ensuite réinvestis dans d'autres entreprises possédant une valeur marchande moindre. Si plusieurs investisseurs vendent à découvert les titres des compagnies sur évaluées, l'effet global forcera à la baisse leur cours boursier.

Cependant, selon Glenn, ceci implique qu'il n'existe pas de restrictions sur les ventes à découvert. Par contre, le profit des ventes n'est en réalité pas immédiatement disponible aux investisseurs. De plus, ces derniers doivent maintenir une certaine marge de sécurité chez leur courtier. Ces imperfections du marché nuisent à l'élimination des primes dont les avantages favorisent les firmes possédant la cote de qualité désirée. Dans ces circonstances, une structure du capital optimale existe, toujours selon Glenn;

*... For most firms, it would involve issuing the maximum amount of debt consistent with obtaining a prefe-*

*rential investment grade rating suitable for institutional investor's*  
25.

Le modèle des restrictions institutionnelles peut expliquer un niveau d'endettement pour les entreprises incorporées dans un portefeuille de fond de pension ou tout autre investisseur institutionnel. Toutefois, on remarque qu'il ne peut justifier le levier financier des entreprises laissées de côté par ces institutions résultant de leur taille restreinte, de l'absence de transactions de leurs titres, d'un trop grand risque d'affaire, ou pour toute autre raison. Cette faiblesse amoindrit la validité de ce modèle.

b. Les coûts de faillite:

Nous analysons plusieurs études pour établir la relation entre la structure du capital et les coûts de faillite. Mais, auparavant nous définissons la faillite et ses coûts implicites.

Lorsqu'une compagnie ne possède plus les fonds nécessaires

à court terme pour s'acquitter de ses dettes, elle se trouve en situation de faillite. Voici-un aperçu des deux cas extrêmes auxquels fait face une entreprise.

Si aux yeux des créanciers les difficultés financières semblent temporaires, il n'y a pas lieu de forcer la compagnie à liquider (vendre) ses actifs mais plutôt à considérer une réorganisation. La réorganisation se présente donc lorsque le problème est d'ordre ponctuel et lorsque que l'avenir est prometteur. Dès l'instant où la compagnie se retrouve dans cette situation, on dit qu'elle est en faillite technique. Le remède proposé se nomme réorganisation. La réorganisation pouvant la forme d'une extension, d'une proposition concordataire ou d'une combinaison des deux.

L'extension a pour but d'amoindrir les sorties de fonds résultant du remboursement des dettes à long terme supportées par l'entreprise. Cette action permet aux créanciers de conserver entièrement leurs droits vis-à-vis la firme. De plus, ils peuvent exiger que certains contrôles sur les opérations de l'entreprise soient

institués.

Quant à elle, la proposition concordataire résulte des discussions entre créanciers et propriétaires sur un éventuel règlement partiel de la dette ( \$ 0.35 / \$ 1.00 ). Une poursuite judiciaire pouvant leur être préjudiciable, les créanciers se plient à un tel accord. Voyons maintenant les frais implicites à une réorganisation.

C'est Baxter (1967) <sup>26</sup> qui décrit les coûts liés à une réorganisation comme étant les coûts indirects d'une faillite. Ainsi, la baisse des ventes liée à la méfiance des clients, quant à la perception néfaste face à la crédibilité de l'entité économique en faillite, le temps perdu par les gestionnaires de l'entreprise au processus de réorganisation, la hausse des coûts de production due à la confusion dans laquelle se trouve l'entreprise et la difficulté d'obtenir une marge de crédit représentent des coûts indirects de faillite. Nous pourrions aussi inclure les coûts socio-économiques infligés à la société en général, les pertes en capital des créanciers et les coûts engagés par ces derniers pour se protéger. Selon Kim

(1978) <sup>27</sup>, ces coûts pourraient représenter la majeure partie des coûts de faillite.

Ayant défini la réorganisation et en quoi consiste ses coûts, nous pouvons poursuivre avec le deuxième aspect de la faillite, soit la liquidation.

Si une entreprise possède un passif supérieur à ses actifs, ce qui veut dire que l'avoir est négatif, elle se trouve dans une situation d'insolvabilité. Cette situation cruciale ne laisse qu'une mince marge de manoeuvre aux créanciers. Si une réorganisation s'avère impossible, la liquidation semble plus aisée. La procédure de mise en faillite ordonne que les créanciers demandent au tribunal de prononcer un jugement déclaratif de faillite. Si la demande est acceptée, un syndic de faillite est nommé pour prendre possession de tous les actifs de l'entreprise et les revendre.

Les coûts liés à la liquidation, si nous reprenons les termes de Baxter (1967), représentent les coûts directs de faillite. Ceux-ci incluent les coûts administratifs soit;

les frais du syndic, les frais légaux et autres frais encourus pour liquider les actifs et effectuer la distribution des revenus. A ces dépenses, il faut ajouter le temps perdu par les gestionnaires de l'entreprise.

Selon Baxter (1967), le processus d'arbitrage énoncé par MM (1958) comporte un certain risque (ce dont MM n'ont pas tenu compte). En effet, lorsque l'investisseur de la compagnie non-endettée (compagnie A) vend une portion de ses actions et qu'il achète par la suite une combinaison dette-avoir dans la compagnie endettée (compagnie B), cette dernière peut représenter un risque plus considérable (B plus risquée que A). Pour appuyer son point, il nous rappelle que la compagnie A n'a pas de frais fixes financiers et qu'elle peut se permettre, *ceteris paribus*, une succession de mauvaises années plus aisément que la compagnie B qui, elle, doit constamment payer des frais fixes sur sa dette. Il en déduit que:

*A high degree of leverage increases the probability of bankruptcy and therefore increases the riskiness of the overall earning stream. ... When there is considerable debt in the*

*capital structure, however, any increase in leverage is likely to have a much greater effect on the cost of capital. ... The existence of corporate tax, which treats interest as deductible expense, suggests that leverage tends to reduce the cost of capital to a firm. ... the risk of ruin serves to counteract this influence<sup>28</sup>.*

Partant du même point de vue, Kraus et Litzenberger (1973)<sup>29</sup> démontrent que la valeur d'une entreprise endettée est fonction de son taux d'imposition, de la valeur marchande de sa dette et de ses coûts de faillite. Ils indiquent aussi que la valeur d'une firme n'est pas nécessairement une fonction concave de son endettement contrairement à ce que Rubenstein (1973)<sup>30</sup> précise. Pour Rubenstein, le rendement exigé par les investisseurs par unité de risque additionnelle croît avec l'augmentation de la dette (linéairement au début et de façon de plus en plus abrupte par la suite). Pour Kraus et Litzenberger, il existe différents états ou situations auxquels fait face une entreprise. Le financement d'une entreprise détermine l'état dans laquelle celle-ci accumulera des dettes et pourra ainsi bénéficier de l'avantage fiscal relié à ce même mode de financement. Ainsi, ce mode délimite égale-

ment la situation de faillite d'une entreprise. Le problème de la structure du capital optimale se réduit à fixer le niveau d'endettement qui selon les différents états de l'entreprise (l'état de solvabilité à l'état de faillite avec toutes les situations intermédiaires) maximise l'avoir des actionnaires. Autrement dit, la valeur de l'entreprise augmente avec l'accroissement de la dette jusqu'à un certain point puis, passé ce stade, un autre accroissement de l'endettement modifie l'état dans lequel se trouvait l'entreprise (état de solvabilité à état d'insolvabilité). Dès cet instant, la valeur de l'entreprise décroît en fonction du risque de faillite.

En plus des deux études précédentes, Kim (1978) <sup>31</sup> démontre que la capacité d'endettement arrive bien avant ce que prévoyait MM (99.9% dette). Ce frein à l'endettement provient des coûts directs et indirects liés à une éventuelle faillite. Il en conclut que la valeur de l'entreprise s'accroît (avec l'émission de dette) à des niveaux d'endettement peu élevés et qu'elle décroît à des niveaux d'endettement extrêmes.

Warner (1977) <sup>32</sup> indique que les coûts reliés à la faillite sont de beaucoup inférieurs à ce qu'imaginait Baxter (1967). Dans son étude, Warner trouve que ces coûts sont de l'ordre de 1% de la valeur marchande de la firme. De plus, le ratio des coûts de faillite directs par rapport à la valeur marchande de l'entreprise semble diminuer avec l'accroissement de la taille de l'entreprise. La relation inverse entre les coûts de faillite et la valeur de l'entreprise ne va cependant pas à l'encontre des résultats de Baxter (1967). Ce dernier avait pris comme base de données les coûts de faillite des individus (personnelles). Élément beaucoup moins importants que l'échantillon de faillites des chemins de fer pris par Warner. Il semble donc y avoir un effet d'amplitude.

Le faible ratio des coûts de faillite par rapport à la valeur marchande de l'entreprise obtenu par Warner, 1%, ne représente cependant que les coûts directs reliés à une faillite. C'est-à-dire qu'il a calculé les frais d'avocats, de comptabilité et autres professionnels ainsi que la valeur monétaire du temps consacré par les gestionnaires pour régler la faillite. Cependant, les coûts indirects

pourraient s'avérer non-négligeables. La baisse des ventes et des profits due à la méfiance des acheteurs potentiels du produits face à la faillite tend à amoindrir la valeur de l'entreprise. De plus, il ne semble pas injustifié de dire que le trust qui gère la faillite n'insistera pas plus sur la maximisation de l'avoir des actionnaires que l'aurait fait les gestionnaires de l'entreprise. Ce trust est redevable envers la cours et non vis-à-vis les actionnaires. Il se peut dès lors, que cette institution n'agisse pas dans les meilleurs intérêts de ces derniers. De plus, pour les créanciers externes, il faut incorporer la possibilité d'un manque à gagner entre la dette et le produit de la vente des actifs suite à la liquidation.

Mais, comme Warner le souligne, ces coûts indirects ou ces manques à gagner sont inévitablement difficiles à mesurer. Pour cette raison, il les exclus de ses calculs.

Or, cette étude omet un aspect essentiel des coûts de faillite et soulève des doutes quant à la validité de la théorie des coûts de faillite.

Il semble indéniable que les coûts de faillite agissent comme un frein à l'endettement et ce surtout au sein des PME. Cependant, il semble difficile de prévoir si une compagnie risque la faillite plus qu'une autre. Beaucoup d'études ont tenté avec plus ou moins de succès de prévoir les faillites. Mais ces recherches n'ont obtenu que des résultats mitigés. En effet, comment se fait-il que plusieurs institutions prêteuses radient encore leurs prêts émis suite à une faillite ? Nous croyons que la théorie des coûts de faillite possède une valeur théorique certaine. Par contre, la mise en pratique s'avère plutôt ardue.

#### c. Les coûts d'agence:

Qu'arrive-t-il quand une entreprise n'est plus gérée par ses propriétaires ? Peut-on s'attendre à ce que les gestionnaires (agents) effectuent leurs tâches aussi convenablement que s'ils en étaient les propriétaires ? Nous pouvons répondre par l'affirmative à la deuxième question, s'il existe certains moyens de contrôle permettant de vérifier si ces agents agissent dans les meilleurs

intérêts des actionnaires. Il est convenu d'appeler ces moyens; coûts d'agence. Selon Jensen et Mecling (1976)<sup>33</sup>, les coûts d'agence interviennent seulement lorsque le propriétaire d'une entreprise cède en partie ou en totalité la gestion de son entreprise. Pour eux, les coûts d'agence demeurent inexistantes lorsque le propriétaire et le gestionnaire ne font qu'une seule et même personne et qu'il n'existe pas de dette externe. Lorsque le gestionnaire n'a aucune mise de fonds, les coûts d'agence se situent à leur limite supérieure. Dès l'instant où les propriétaires cèdent la gestion de leur firme à une tierce partie, ils encourrent des frais d'agence. Voyons maintenant les diverses formes de ces coûts.

Suret (1984)<sup>34</sup> regroupe les coûts d'agence en quatre composantes principales: 1) La perte résiduelle, 2) la sous-optimalité, 3) les coûts de faillite, et 4) les coûts de contrôle et de limitation.

Elle provient de la dévalorisation de la firme entraînée par des dépenses non-productives de la part du gestionnaire. Par non-productives, il faut comprendre superflues

à l'objectif de maximisation de l'avoir des actionnaires. Par exemple, l'achat d'un avion privé pour les voyages d'agrément du PDG. Cette dépense improductive n'influence aucunement une hausse de la valeur marchande des actions.

Voyons l'effet de la perte résiduelle sur la valeur de l'entreprise. Prenons le cas du propriétaire unique. S'il achète un avion, il en assumera entièrement les frais, maximisant ainsi l'impact sur sa richesse. Par contre, s'il délaisse 50% des titres et qu'il effectue la même transaction, la moitié des coûts de l'avion est absorbée par les autres actionnaires qui ne recevront aucun bénéfice. Au lieu d'être versée comme dividendes ou investie dans des projets productifs, cette somme est engloutie dans l'achat d'un avion dont seul le gestionnaire profitera. Ainsi, à mesure que les droits de propriété de l'actionnaire unique diminuent, les dépenses improductives s'accroissent dû à l'impact des dépenses sur sa richesse. Par contre, les actionnaires n'étant pas dupes, ils ajusteront leur mise de fonds en tenant compte de la valeur actualisée des pertes résiduelles pour ainsi abaisser la valeur marchande de l'entreprise.

La sous-optimalité des décisions provient du dépouillement des obligataires par les actionnaires. Si, par exemple, la mise de fonds d'un actionnaire unique d'une entreprise est financée à 99% par des prêts bancaires et que ce dernier a le choix entre deux projets, le premier comportant un risque très élevé par rapport au deuxième, ne serait-il pas tenté de réaliser le premier étant donné son investissement personnel minime? Irait-il jusqu'à accepter des projets possédant une valeur actuelle nette négative? Si l'attrait du gain est intéressant, qu'aurait-il à perdre? En cas de réussite, les profits en seraient considérables. Sinon, seul le capital investi aura été sacrifié. En résumé, la sous-optimalité des décisions résulte du fait que les actionnaires transfèrent le risque d'un projet aux créanciers.

Dans la section précédente, nous avons discuté des coûts de faillite (section A.3.b). Selon Jensen et Meckling ces coûts sont intégrés aux coûts d'agence lorsque les créanciers entrent en jeu. Si ces frais influencent la structure financière, ce sont les actionnaires qui en paieront la note. Résultat d'une asymétrie d'information entre

actionnaires et obligataires rationnels et à une perte de valeur potentielle lors d'une réorganisation ou d'une liquidation de l'entreprise.

Les coûts de contrôle et de limitation découlent des diverses formes de coûts d'agence précédemment cités <sup>35</sup>. Pour se protéger de ces différents comportements sous-optimaux, les intervenants établiront des moyens de contrôle et des clauses restrictives.

Le moyen de vérification le plus populaire est certainement l'établissement d'états financiers. A l'aide de cet outil fiable, les personnes impliquées dans la gestion et le financement de l'entreprise peuvent aisément contrôler les opérations de la firme. Ces coûts sont incorporés aux moyens de contrôle.

Les clauses restrictives limitent les actions que pourraient entreprendre les gestionnaires et actionnaires. Elles affectent surtout les décisions d'investissement, les déclarations de dividendes, les restrictions aux politiques de financement et les garanties fournies aux créanciers.

C'est dans l'administration de ces clauses et dans la perte de liberté des dirigeants et actionnaires que se reflètent leurs coûts.

Nous avons énuméré jusqu'ici les divers coûts d'agence. Nous avons établi que les coûts reliés à la perte résiduelle résulte de l'accroissement des fonds propres externes. Que les coûts de rendement sous-optimaux ainsi que les coûts des clauses restrictives proviennent de l'endettement externe et que les coûts liés au contrôle découle de l'insertion dans la structure du capital de financement externe sous forme de dette et de fonds propres (figure 5).

De plus, on constate que certains coûts d'agence proviennent de la dette et que certains autres résultent de l'émission d'actions.

La base de la théorie de Jensen et Meckling s'explique ainsi. Lorsque le propriétaire-gestionnaire émet des actions ou de la dette c'est lui qui en défraie les coûts (coûts d'agence). Pour ce dernier, il convient donc de

Cout d'agence	Source externe de financement	
	Fonds propres	Dettes
Perte residuelle: Augmentation des depenses non-productives	●	
Sous-optimalite des decisions d'investissement		●
Controle et limitation: Clauses restrictives		●
Controle et limitation: frais de verification	●	●

**Figure 5** Les coûts d'agence et les sources de financement.

minimiser ses frais. Jensen et Meckling démontrent que les coûts d'agence liés à la dette diminuent lorsqu'il y a émission d'actions et que les mêmes coûts, liés à l'avoir, augmentent lorsqu'il y a émission d'actions. Par conséquent, le propriétaire-dirigeant n'a qu'à atteindre un point optimum en confrontant toutes ces relations antagonistes.

La structure du capital optimale s'obtient en minimisant la courbe des coûts d'agence selon la relation expliquée ci-haut.

Kim et Sorensen (1986) <sup>36</sup> ont entrepris cette étude pour déterminer si les entreprises, dont les gestionnaires sont majoritairement propriétaires (alpha élevé), possèdent un niveau d'endettement plus grand que les entreprises dont les initiés ne détiennent qu'une infime fraction des droits de propriété (faible alpha). Pour les fins de cette étude, des données ont été accumulées sur un échantillon de 168 grandes entreprises. Les résultats démontrent que l'endettement à long terme varie positivement avec les droits de propriété détenus par les gestionnaires. Par contre, ce modèle semble incapable d'expliquer plus de 80% des variations du ratio d'endettement ( $R^2$  de 0.18). Malgré tout, ils rallient ces résultats aux coûts d'agence. Les entreprises dont alpha est élevé se financent par la dette résultant de coûts d'agence élevés, reliés au financement par actions. De plus, ces mêmes entreprises détiennent un levier financier élevé car les coûts d'agence découlant de la dette diminuent avec l'augmentation de la concentration

des droits de propriété.

Les résultats obtenus par Agrawal et Mandelker (1987)<sup>37</sup> correspondent à ceux de Kim et Sorensen. Pour obtenir ces conclusions, ils examinent la détention des actions d'une compagnie par ses gestionnaires au haut de la hiérarchie de l'entreprise et les changements dans le ratio dette/avoir après une acquisition ou une vente d'entreprise. Ils trouvent que le gestionnaire d'entreprise qui possède plusieurs actions, détient un niveau d'endettement plus élevé que le gestionnaire qui maintient une faible participation dans l'avoir des actionnaires. Ils en concluent que le nombre d'actions détenu par les gestionnaires semble jouer un rôle dans la réduction des coûts d'agence.

Crutchley et Hansen (1989)<sup>38</sup> corroborent la théorie des coûts d'agence en étudiant cinq caractéristiques auprès de 603 entreprises industrielles de 1981 à 1985. Voici un bref aperçu de leurs résultats ainsi que la relation entre les caractéristiques et la théorie des coûts d'agence.

Il semble exister une relation positive entre la diversification des actions ordinaires et la détention de ces titres par le gestionnaire ainsi qu'une relation inverse entre cette même diversification et l'endettement. Ceci confirme ce que Jensen et Meckling prônaient. Lorsqu'il en coûte moins cher au gestionnaire pour diversifier son portefeuille en achetant des titres de la firme, ce dernier augmentera ses droits de propriété et dépendra de moins en moins de la dette. Tout ceci dans le but de réduire les coûts d'agence reliés à l'avoir. De plus, on suppose que les objectifs des gestionnaires correspondent à ceux des actionnaires suscités par un accroissement de leur quote-part dans l'entreprise.

Le risque de faillite occasionné par une augmentation de la volatilité des bénéfices influence le mode de financement selon ce qu'avait prévu Jensen et Meckling. Ainsi, l'accroissement de cette volatilité a un effet négatif sur l'endettement. La logique veut que les coûts reliés à une éventuelle faillite constituent les coûts d'agence reliés au financement externe par voie d'endettement. Plus les bénéfices sont volatiles, plus le risque de faillite

s'accroît et plus les coûts d'agence relevant de la dette augmentent. Pour maintenir ces derniers à un niveau raisonnable, les gestionnaires recourent de moins en moins à la dette.

Lorsque les coûts d'émission d'actions sont élevés, la théorie des coûts d'agence suggère que les gestionnaires paient moins de dividendes, augmentent leur droit de propriétés et utilisent plus l'endettement externe pour se financer. Tout ceci dans le but de minimiser les coûts d'agence. Les résultats obtenus par C et H confirment ces hypothèses. Quand les gestionnaires paient moins de dividendes pour éviter les coûts de financement élevés d'une émission d'actions, ils utilisent l'endettement et leur droit de propriété.

Un moyen d'évaluer la discrétion laissée aux gestionnaires quant aux politiques d'investissement consiste à observer le poste de recherche et développement ainsi que le poste de promotion. Si ces derniers représentent de bons estimateurs, il devrait se produire un effet néfaste sur l'endettement. En effet, une plus grande discrétion de la

part des gestionnaires augmentent les coûts d'agence reliés à la dette. Les résultats de C et H sont en accord avec cette hypothèse.

La taille de la firme influence aussi le mode de financement via les coûts d'agence. Plus la taille de l'entreprise est importante, plus le gestionnaire doit encourir des coûts élevés pour accumuler ses droits de propriété. De plus, il semble que les coûts d'émission diminuent avec l'accroissement de la taille de la compagnie. Les deux effets reliés à la dimension de l'entreprise affectent les coûts d'agence découlant de l'avoir comme suit; pour contrôler les coûts d'agence, le gestionnaire devrait porter une moins grande importance aux actions qu'il détient (coûts d'achat d'action élevés) et devrait payer plus de dividendes (coûts d'émission moindres). De plus, les coûts de faillite diminuent avec l'accroissement de la taille. Ainsi, les grandes entreprises devraient se financer au moyen de la dette.

Sur un échantillon de 90 PME canadiennes, Suret et Gagnon (1989) <sup>39</sup> démontrent qu'il est possible de cerner les

coûts de sous-optimalité en observant certains postes des états financiers. De plus, ils déduisent que certaines de ces dépenses se rattachent au contrôle que possède les gestionnaires et actionnaires des firmes. Ainsi, certains postes augmentent quand le propriétaire unique accepte de partager ses droits de propriété et d'autres postes diminuent lorsque le contrôle devient externe.

A partir des postes que l'on retrouve dans les états financiers, tels les frais de voyage et de représentation, les dépenses diverses et les frais administratifs, S et G parviennent à quantifier les coûts de sous-optimalité (coûts plutôt élevés tendant à augmenter avec l'accroissement des fonds externes).

Ainsi, les postes de salaires et de frais administratifs augmentent quand l'entreprise à propriétaire unique obtient un contrôle partagé. Ceci peut s'expliquer par une position favorable face aux salaires. Ceux-ci sont facilement vérifiables et sont rarement mis en doute par le fisc. L'augmentation des frais administratifs est due, selon S et G, à un accroissement du fardeau administratif

causé par le nombre élevé de collaborateurs dont s'entoure le gestionnaire. Cette distribution du pouvoir a pour but de diminuer sa charge de travail et de rééquilibrer sa perte de prélèvements dérivant de l'acceptation du partage des droits de propriété. Le passage de l'étape du propriétaire unique à l'étape du contrôle partagé semble avoir un effet négatif sur les possibilités de prélèvement à cause d'une surveillance accrue des nouveaux investisseurs. Ce qui incite le propriétaire unique à se financer par de la dette tant qu'il le peut.

Lorsque le contrôle partagé de l'entreprise passe à un contrôle externe, les frais de voyage, de dépenses diverses et de vérification augmentent. Les prélèvements effectués par les gestionnaires sont corrélés positivement avec l'accroissement de fonds externes dans la structure du capital. Ceci rejoint les bases théoriques élaborées par Jensen et Meckling qui stipulent que plus le financement externe s'accroît plus il y aura de prélèvements.

Barton et Mathews (1989) <sup>40</sup> mentionnent qu'une des fai-

blesse de la théorie des coûts d'agence découle du fait que personne n'a pu mesurer concrètement ces coûts au sein des grandes entreprises. Comme nous l'avons vu précédemment, les coûts d'agences totaux résultent de l'addition de trois facteurs. Premièrement, il faut intégrer à ces coûts les frais liés à la surveillance des agents (gestionnaires) engagés par le principal (propriétaire). Les dépenses représentent par exemple les coûts engagés pour la rédaction d'états financiers ou bien encore les frais investis pour limiter les gestionnaires dans leurs prises de décision. Deuxièmement, il faut incorporer les dépenses effectuées comme moyen incitatif à une saine gestion. Ces frais prennent souvent la forme de bonis de toutes sortes offerts aux gestionnaires. Finalement, il ne faut pas oublier les pertes résiduelles c'est-à-dire une réduction de la richesse des propriétaires en valeur monétaire découlant de la divergence d'opinion entre ces derniers et les gestionnaires.

Ces coûts d'agence prennent naissance dès l'instant où un effort de coopération apparaît entre deux ou plusieurs personnes et ce, même s'il n'existe pas de marque de

démarcation clairement définie entre l'agent et le principal. On peut dès lors supposer qu'au sein d'une entité économique, il existe une multitude de relations de coûts d'agence. Ainsi, les relations entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, entre patrons, cadres et employés peuvent être conçues comme étant des relations de coûts d'agences. Il devient évident, d'un point de vue opérationnel, que certains de ces frais ne peuvent être, au mieux, qu'estimés lors du calcul de ces coûts d'agence. C'est en fait ce que Barton et Mathews ont voulu signifier en mentionnant que personne n'a su mesurer concrètement ces coûts d'agence au sein des grandes entreprises.

d. Effet de la clientèle:

Une autre théorie qui tente de concilier l'endettement maximal de MM avec la réalité (le ratio d'endettement observé auprès des entreprises se situerait entre 20 % et 30%) se fonde sur l'existence d'une clientèle financière. Kim, Lewellen et McConnel (1979) <sup>41</sup> suggèrent que l'existence d'un taux d'imposition différent entre corporations et particuliers prévient un endettement maximal des

entreprises <sup>42</sup>. Selon ce point de vue, il existe des investisseurs qui privilégient les revenus provenant d'actions d'entreprises ne poursuivant pas un endettement maximal par rapport à des entreprises qui ont un ratio d'endettement élevé.

Pour démontrer cette théorie, rappelons-nous que le rendement d'un actionnaire qui détient une fraction  $f$  d'une entreprise endettée ( $ELS$ ) équivaut aux bénéfices avant intérêts de l'entreprise ( $X$ ) ajustés pour l'impôt ( $tc$ ), ce qui donne  $X(1-tc)$  moins les intérêts payés par celle-ci ( $rB$ ) encore une fois ajustés pour l'impôt, ce qui donne  $[rB (1 - tc ) ]$ . L'ensemble des paramètres pouvant se formuler ainsi:

$$ELS = f [ X ( 1 - tc ) - rB ( 1 - tc ) ] \text{ ou}$$
$$(1) \quad ELS = f [ (X - rB) ( 1 - tc ) ]$$

Comme on peut le voir, le taux d'imposition sur le revenu généré par les actions d'une entreprise est fixé à zéro.

De la même façon, nous pouvons concevoir que le rendement d'un actionnaire qui détient une fraction  $f$  d'une entrepri-

se non-endettée (*EUs*) et qui s'endette personnellement pour détenir une position semblable à celle vu ci-haut équivaut aux bénéfices avant intérêts de l'entreprise (*X*) ajustés pour l'impôt corporatif (*tc*), ce qui donne  $X (1 - tc)$  diminué des intérêts qu'il a payés (*rB*), ajustés pour l'impôt à son taux d'imposition pour les dettes personnelles *tpb*, ce qui donne  $rb(1 - tpb)$ . Le tout pouvant se formuler ainsi;

$$(2) \quad EUs = X (1 - tc) - rB (1 - tpb)$$

En se servant d'un exemple chiffré ou  $X = \$ 1\,000$ ,  $tpb = 20\%$ ,  $tc = 50\%$ ,  $r = 5\%$  et  $B = \$ 1\,000$ , nous obtenons:

$$ELs = (1000 - 0.05 * 1000) * (1 - 0.50) = \$ 475.00, \text{ et}$$

$$EUs = 1000 (1 - 0.50) - 0.05 * 1000 (1 - 0.20) = \$ 460.00.$$

Observons que  $tc > tpb$  et qu  $ELs > EUs$ . Voyons maintenant ce qui se passe si nous changeons  $tc$  par  $tpb$ . Nous obtenons;

$$ELs = (1000 - 0.05 * 1000) * (1 - 0.20) = \$ 760.00, \text{ et}$$

$$EUs = 1000 (1 - 0.20) - 0.05 * 1000 * (1 - 0.50) = \$ 775.$$

A remarquer que  $ELs < EUs$  et que  $tc < tpb$ .

Ainsi, les particuliers possédant un taux d'imposition plus élevé que le taux d'imposition corporatif préféreront les entreprises poursuivant un endettement minimal et, les investisseurs possédant un taux d'imposition plus faible que le taux corporatif favoriseront les entreprises possédant un ratio dette/avoir élevé. Stiglitz (1973) <sup>43</sup> aboutit aux mêmes conclusions.

Kim, Lewellen et McConnel (1979) <sup>44</sup> reprennent l'hypothèse de Miller (1977) qui stipule qu'en équilibre, l'avantage de l'impôt corporatif (déduction des intérêts) est enrayé par les contraintes de l'impôt personnel et testent l'hypothèse d'un effet de la clientèle. Pour ce faire, ils analysent deux implications émanant de la théorie de la clientèle financière. La première découle directement de l'effet de la clientèle financière. Si les investisseurs choisissent leurs portefeuilles selon des critères de politique

financière de l'entreprise, *cetirus paribus*, nous devrions trouver une relation systématiquement négative entre la structure du capital et le taux d'imposition des actionnaires. Spécifiquement, nous nous attendons à trouver au sein des entreprises hautement financées par la dette, des investisseurs à faible taux d'imposition et au sein des entreprises faiblement financées par la dette, des investisseurs à haut taux d'imposition.

La deuxième implication testée provient de Miller (1977). Selon ce dernier, les investisseurs exigent soit des actions possédant un ratio dette/avoir très élevé, soit des actions d'entreprises possédant un taux d'endettement très faible voir nul. Les entreprises réagissent à cet effet et réajustent leur structure du capital en conséquence. Nous observons ainsi une distribution bimodale du levier financier dont un mode sera centré à zéro et l'autre mode aux environs d'un niveau théoriquement non-spécifié, très élevé. Les investisseurs qui se trouvent au mode faible auront un taux d'imposition plus élevé que le taux corporatif et les investisseurs qui se situent au niveau plus élevé jouiront d'un taux d'imposition plus faible que le

taux corporatif.

Les résultats ambigus obtenus par Kim, Lewellen et McConnel révèlent une causalité entre les politiques financières de l'entreprise et le taux d'imposition des actionnaires ordinaires. Cependant, l'impression générale ne supporte pas avec force la théorie de la clientèle financière. Par conséquent, ils concluent que les gestionnaires ne devraient pas s'évertuer outre mesure à modeler leur structure du capital pour différents groupes d'investisseurs.

Miller (1977), dans l'approche des marchés imparfaits comme argument à la non-pertinence, nous propose une critique du modèle de la clientèle financière, critique qui est, sans doute, la plus valable. Cette étude est décrite plus loin.

On peut ajouter qu'il est difficile pour une entreprise de se concentrer que sur un segment d'investisseurs. Ce serait mettre tous ses oeufs dans le même panier. Nous croyons qu'une entreprise doit diversifier ses ressources financières afin de contrer tous les obstacles qui se

dressent devant un groupe de bailleurs de fonds. Si tel est le cas, comment une entreprise ajusterait-elle sa politique de financement pour les divers intervenants? Par exemple, I.B.M. peut-elle connaître le taux d'imposition de tous ses actionnaires ?

#### **4. Marchés imparfaits comme argument à la non pertinence**

Miller (1977) <sup>45</sup> démontre que la déduction de l'impôt au niveau corporatif, suite à l'endettement, est diminué par l'impôt des particuliers. Il faut se rappeler que l'objectif primordial est la maximisation de l'avoir des actionnaires ou, exprimé autrement, la maximisation de leur revenu après impôts. Ce revenu se compose de deux éléments, à savoir les gains en capitaux et les intérêts versés. Ainsi, plus l'entreprise s'endette, plus les revenus proviendront d'intérêts. L'avantage que l'investisseur en retirera dépend de son taux d'imposition. Cette idée de base permet à Miller d'établir que l'avantage fiscal accordé à un investisseur suite à un endettement, dépend de son taux d'impôt corporatif, de son taux d'impôt personnel sur les gains en capitaux, de son taux d'impôt

sur les revenus d'obligation et du levier financier de l'entreprise. Selon ces variables, si le taux d'impôt sur les gains en capitaux est inférieur au taux d'impôt sur les revenus d'intérêts, le gain acquis grâce au levier financier de l'entreprise peut disparaître et même devenir négatif.

Il mentionne que si le taux d'impôt personnel sur les revenus d'obligations est supérieur au taux d'impôt sur les revenus d'actions (gains en capital), le rendement avant impôt sur ces obligations doit être assez élevé de façon à enrayer une perte de revenu subie après imposition. De ce fait, il renie le rapport de dépendance entre la structure du capital et la valeur de l'entreprise.

En réponse à Stiglitz, il dit que toutes les entreprises, endettées ou non, savent dénicher des investisseurs pour se financer. De plus, il admet qu'un équilibre entre l'offre et la demande agrégée pour la dette existe mais à un niveau macro économique seulement. C'est en fait à ce niveau, que la plupart des chercheurs ont réalisé leurs études. Selon Miller, l'expérience des chercheurs leur apprend que

l'approche des comportements rationnels aboutit généralement à de meilleures prédictions et descriptions à l'échelle de l'industrie et de l'économie en général que n'importe quelle autre alternative disponible. Cela ne prouve aucunement qu'il existe une inconsistance avec les comportements subjectifs et heuristiques observés au sein des entreprises lorsque ces dernières sont étudiées individuellement. Ainsi, on ne peut réfuter les travaux effectués par H. Simon qui reflètent bien mieux le comportement intrinsèque des entreprises. Ces derniers présentent, sans aucun doute, une image plus réaliste de la situation des entreprises que n'importe quelle théorie élaborée selon le principe de la maximisation de l'avoir des actionnaires. Par contre, l'approche des marchés parfaits suggère qu'il existe des comportements heuristiques compatibles avec cette dernière approche même si ceux-ci ne semblent pas du tout rationnels.

Nous sommes d'accord que la plupart des entreprises endettées ou non, savent attirer des investisseurs. Cependant, il semble exister des limites à l'endettement extrême. L'abolition de l'hypothèse d'une structure

financière optimale nous donne une mauvaise impression de la réalité.

### **5. Critique globale sur l'approche de la STT**

En plus des critiques énumérées par les différentes théories, nous désirons ajouter ce qui suit.

Les dernières sections exposaient les différentes approches utilisées pour démontrer la pertinence et la non pertinence de la structure du capital. Cette revue nous permet d'affirmer que la problématique entourant la structure du capital crée de grandes controverses. Discussions qui devraient s'atténuer à l'appui de preuves quantitatives. Mais, comme nous l'avons constaté, nous sommes encore loin d'un consensus. Tel que l'indiquent Van Horne et al. <sup>46</sup>:

*Unfortunately, empirical testing has been little more than suggestive with respect to the true relationship between leverage and the cost of capital.*

Quant à Copeland et Weston (1980), les résultats contra-

dictoires obtenus, suite aux tests réalisés, démontrent qu'il reste énormément de travail à effectuer.

*A great deal of work needs to be done before a consensus about the effect of capital structure on the cost of capital will be reached <sup>47</sup>.*

Ainsi, il appert, pour les fins de cette recherche, que le paradigme financier, selon la STT, ne se situe pas à la hauteur quant à l'explication fournie sur la structure du capital observée auprès des entreprises.

Miller (1977) ajoute, en plus de sa critique sur l'impôt personnel vs l'impôt corporatif, que <sup>48</sup>:

*... Surely we can assume that if the direct and indirect deadweight costs of the ordinary loan contract began to eat up significant portions of the tax savings other forms of debt contracts with lower deadweight costs would be used instead.*

Il soumet comme exemple les obligations à revenus. Ces dernières, selon Miller, posséderaient les avantages reliés

à l'impôt sans détenir les désavantages des coûts de faillite. Un tant soit peu moqueur, il indique que l'échange coûts de faillite vs déductibilité des intérêts semble exagéré:

... the supposed trade-off between tax gains and bankruptcy costs looks suspiciously like the recipe for the fabled horse-and-rabbit stew - one horse and one rabbit <sup>49</sup>.

De plus, Miller pose la question fatidique: "*Why have observed capital structure shown so little change over time?*" <sup>50</sup> Comme il l'a démontré, il semble contradictoire que les impôts, bien qu'ayant quintuplé de 1920 à 1950, n'aient créé qu'un faible engouement pour la dette. En fait, ce mode de financement a connu une stabilité remarquable au cours de ces trois décennies. Enfin, il souligne qu'il n'existe pas un trésorier qui soit capable de démontrer qu'une stratégie financière permet de maximiser l'avoir des actionnaires mieux qu'une autre. Il ajoute:

*Given the complexities of the real world setting, decision procedures are inevitably heuristic, judgmental, imitative and groping, even where, as with so much of what passes for capital budgeting, they wear the superficial trapping of hard-nosed maximisation<sup>51</sup>.*

De plus, les concepts découlant de la Static Tradeoff Theory justifient rationnellement ce qui peut restreindre les entreprises à l'endettement maximal. Tous procurent des éléments favorables à la modélisation de la réalité. Le tout paraît possible. Toutefois, lorsque ces modèles enregistrent des résultats dont le  $r^2$  est inacceptablement faible (Myers (1984)), il doit y avoir un ou plusieurs élément(s) manquant(s). Le moins que l'on puisse dire, c'est que les succès remportés par ces modèles sont plutôt mitigés.

Un autre aspect faisant également l'objet de notre critique repose sur le supposé critère de maximisation de l'avoir des actionnaires. Se peut-il que les entreprises ne soient pas aussi efficaces que le présupposent les bases de cette théorie empruntée à l'économie ? Les gestionnaires

possèdent-ils d'autres objectifs que la maximisation de la richesse des actionnaires? Sealey (1978) <sup>52</sup> suggère que:

*... some managers may seek this objective, ... , others are more likely to be influenced by a mixture of operational and personal objectives. Possible objectives are profits, sales, stock prices, growth, risk, liquidity, and markets share, among others.*

L'étude réalisée par Grabowski et Mueller (1967) <sup>53</sup> appuie ce point. Dans cette recherche, ils confrontent le modèle managériel (Managerial model) au modèle de maximisation de l'avoir des actionnaires (Stockholders Welfare Maximisation). Ils en concluent que: *"The managerial variant of our model has proved ... superior to the pure stockholder welfare maximisation version"*.

De plus, Findlay et Withmore (1974) <sup>54</sup> indiquent qu'un modèle de maximisation de l'avoir des gestionnaires (Management Welfare Maximisation) représente mieux la situation actuelle qu'un modèle de maximisation de l'avoir des actionnaires. Ils notent par ailleurs que ce dernier

modèle ne s'avère valide que lorsque les marchés sont parfaits.

Sommairement, la critique de la STT se résume à la sur-simplification de modèle et à la difficulté de poursuivre l'objectif de maximisation de l'avoir des actionnaires. Hempel (1983) <sup>55</sup> va même jusqu'à dire: "... *We need to develop a more dynamic theory of financing decision over time*".

#### B. Les études en coupe instantanée

La revue de la littérature décrite depuis le début de la recherche a énuméré l'essentiel des recherches "théoriques" sur la structure du capital. Ces travaux cherchaient à reconnaître la pertinence ou la non pertinence de la structure du capital sur la valeur de l'entreprise. Cependant, les études qui suivent délaissent cet objectif. Elles tentent plutôt d'identifier les variables qui permettent de reconnaître s'il existe une différence fondamentale dans la structure du capital des entreprises. S'il persiste une dissemblance, les tenants de cette approche

tenteront d'en trouver les facteurs communs pour ainsi effectuer la catégorisation des entreprises.

Les différentes études abordées dans les prochaines sections traitent de facteurs, tels l'industrie, la taille de l'entreprise, le risque et d'autres éléments connexes. Ces variables, selon certains auteurs, permettent d'identifier les catégories d'entreprises possédant une similitude quant à leurs structures du capital. Toutefois, ces recherches empiriques se révèlent aussi contradictoires que celles passées en revue dans les sections précédentes.

### **1. L'industrie**

La majorité des recherches réalisées par les tenants des études en coupe instantanée estiment que l'industrie représente la principale variable discriminante au classement des entreprises selon une structure du capital similaire.

L'étude de Schwartz et Aronson (1967) <sup>56</sup> démontre que les entreprises appartenant à des industries différentes se

distinguent par une dissemblance significative dans leur structure du capital. Ainsi, les entreprises correspondant à la même classification, selon l'industrie, possèdent généralement une structure du capital similaire et, par le fait même, les entreprises provenant de différentes industries obtiennent généralement une structure du capital dissemblable. De plus, ils ont trouvé que cette différenciation ne se dissipait pas au fil des ans. Ceci leurs a permis d'établir que, malgré les nombreux changements apportés à la loi de l'impôt et aux fluctuations économiques, la structure du capital des entreprises au sein d'une même industrie conservait une stabilité déconcertante. Conséquemment, ces résultats permettent à Schartz et Aronson d'affirmer que les multiples entreprises, d'une même industrie, ont développé une structure du capital optimale correspondant à leur risque d'affaire et au type d'actifs détenus et que cette optimisation est intemporelle.

Scott (1972) <sup>57</sup> a repris l'étude de Schwartz et Aronson et lui a apporté quelques modifications pour en améliorer la validité. Ses résultats corroborent ceux de Schwartz et

Aronson. En 1975, Martin s'associe à Scott et ensemble ils reprennent l'étude de Scott (1972) <sup>58</sup>. En plus d'aborder le facteur industrie, ils ajoutent la variable taille de l'entreprise à leurs recherches. Ils en concluent que, bien que la taille constitue une valeur importante, il n'en demeure pas moins que l'industrie représente l'élément prédominant dans la détermination de la structure du capital.

Un autre auteur, Errunza (1979) <sup>59</sup>, a intégré le facteur pays, en plus de l'industrie, en tant que variable discriminante. Il obtient des résultats semblables à ceux de Scott et Martin (1975): *"The effect of the country factor is not as strong as the industry classification"* <sup>60</sup>.

Quant à Ferri et Jones (1979) <sup>61</sup>, ils constatent que l'industrie est liée au levier financier d'une entreprise mais de façon moins prononcée que ne le démontrent les études précédentes.

Sullivan (1974) <sup>62</sup> apporte, quoi qu'indirectement, un appui à l'effet de l'industrie. Ce dernier indique qu'il existe

une relation positive entre le pouvoir de marché (market power) estimé par le degré de concentration de l'entreprise sur le marché et le levier financier.

Ces quelques études empiriques décrivant l'industrie comme principale variable discriminante de la structure du capital des entreprises, nous portent à croire que l'industrie représente une variable indéniablement reliée à la structure du capital. Selon ces chercheurs, il est rendu possible, grâce à ce mode de classification des entreprises, de relier la structure du capital de ces dernières à l'industrie correspondante. Ce qui veut dire qu'une entreprise classée à l'intérieur d'un certain type d'industrie possède une structure du capital similaire aux autres entreprises dans cette même industrie. Cependant, il existe aussi un nombre d'études qui dénigrent cette hypothèse.

Gupta (1969) <sup>63</sup> obtient des résultats qui contredisent ceux discutés auparavant:

*Total debt per dollar of total investment was not found to be associated with any single causal factor. ... Leverage is a function of multivariates that have varying significance in different industries* <sup>64</sup>.

Pour leur étude, laquelle consistait à déterminer les éléments déterminants du ratio d'endettement, Toy et al. (1974) <sup>65</sup> ont exclu la variable industrie car, selon d'autres tests effectués par le consortium, l'industrie fut considérée comme non explicative de la structure du capital.

En améliorant à leur façon l'étude de Scott (1972), Remmers et al. (1974) <sup>66</sup> démontrent qu'il n'existe pas de relation entre l'industrie et la structure du capital parmi les grandes entreprises américaines. Les mêmes résultats sont obtenus en Norvège et aux Pays-Bas. Par contre, il semble que l'industrie soit une variable pertinente à la détermination de la structure du capital en France et au Japon.

Plus près de nous, au cours d'une étude réalisée auprès de 155 entreprises canadiennes, provenant de treize industries différentes, Belkaoui (1975) <sup>67</sup> conclut que le rapport

entre la structure du capital et l'industrie est inexistante.

En s'appuyant sur la recherche de Sullivan (1974), Mellicher, Rush et Winn (1976) <sup>68</sup> ne trouvent aucune relation entre l'industrie et la structure du capital.

D'après ces études, toutes axées sur le même thème, soit l'industrie, il semble que les chercheurs soient encore loin d'un consensus. Ceci peut être dû à une défaillance ou à une subjectivité du processus de classification des entreprises basé sur l'industrie.

La plupart des chercheurs qui ont essayé de faire un lien entre la structure du capital des entreprises et leur appartenance à une l'industrie ont aussi incorporé d'autres variables à leurs recherches. Ainsi, la taille de l'entreprise, le risque, le pays d'origine et la croissance ont suscité un intérêt particulier dans l'atteinte d'une compréhension éminente de la structure du capital des compagnies. Les résultats sont tout aussi contradictoires pour les facteurs que nous analyserons dans les prochaines

sous-sections.

## **2. La taille de l'entreprise**

Scott et Martin (1975) ont décelé une différence significative dans le levier financier des entreprises lorsqu'ils ont pris en considération la taille de celles-ci. De plus, ils mentionnent que les grandes entreprises possèdent un ratio d'avoir des actionnaires inférieur aux petites entreprises. Néanmoins, Gupta (1969) a découvert une relation inverse. Toy et al. (1974) ont exclu le facteur taille car il s'est révélé non-significatif.

Selon Ferri et Jones (1979), la taille est reliée à l'endettement, mais non d'une façon linéaire et positive tel que démontré dans d'autres études. Selon ces derniers, la taille de l'entreprise joue un rôle sur l'utilisation de la dette comme outils de financement en maintenant une relation étroite avec l'économie du pays. Cette constatation implique, qu'en période d'expansion économique, même les entreprise marginales ont accès à la dette tandis que, lors d'une récession, seules les entreprises de

grande taille, existantes depuis un certains temps et ayant inscrit des résultats acceptables, peuvent se permettre de se financer par de la dette.

Quant à Remmers et al. (1974), ils trouvent que la taille ne semble tout simplement pas être un aspect déterminant du ratio d'endettement. En fait, les petites entreprises sont plus endettées que les grandes entreprises dans tous les pays étudiés à l'exception des Etats-Unis.

### 3. Le risque

Une entreprise qui doit jongler avec des revenus instables ne devrait pas envisager l'endettement. D'après Carleton et Silberman (1977) <sup>69</sup>: "*Earnings variability is an important determinant of industry leverage, ...*". Ces derniers observent que les entreprises à risque élevé (mesuré par la variance des rendements sur l'actif) tendent à avoir un faible niveau d'endettement.

Par contre, Toy et al. (1974) parviennent à démontrer, qu'un risque élevé est associé à un niveau d'endettement

élevé.

Comme dans les études examinées précédemment, au moins une étude ne trouve aucun effet significatif. Ce résultat est obtenu par Ferri et Jones (1979).

#### **4. Autres**

Le pays où se situe l'entreprise a aussi attiré l'attention en tant que facteur déterminant de la structure du capital. Errunza (1979) est sans aucun doute celui qui affirme avec le plus de convictions qu'il existe une interaction significative entre le pays et la structure du capital. D'autres auteurs, tels Belkaoui (1975), Remmers et al. (1974) et Toy et al. (1974) corroborent ces faits quoiqu'indirectement en récoltant des similitudes parmi les pays industrialisés.

La croissance des entreprises a également été adoptée comme élément important à la reconnaissance de la structure du capital. Gupta (1969) ainsi que Toy et al. (1974) découvrent que les entreprises à forte croissance maintien-

nent un ratio d'endettement élevé.

### **5. Critique des études en coupe instantanée**

Encore une fois, les études en coupe instantanée ne semblent pas très convaincantes quant à l'explication de la structure du capital telle qu'observée en réalité. Plusieurs études portant sur le même thème ont pourtant abouti à des résultats contradictoires. Cette conclusion rejoint celle de l'approche de la STT.

Par contre, nous pouvons énumérer quelques propositions qui pourraient expliquer le manque de consensus quant à la structure du capital des entreprises selon l'approche des études en coupe instantanée.

L'absence de théorie de ce modèle justifie cette première critique. Le fait de vérifier plusieurs variables financières et d'essayer d'établir une relation entre ces dernières et la structure du capital sans s'appuyer sur des explications théoriques fondées a certainement eu un effet néfaste sur ce modèle. C'est peut-être pour cette raison

qu'il y a un manque de consensus.

Par exemple, le mode de classification par industrie selon le code SIC en laisse plusieurs sceptiques. Cela s'explique par la diversification de plus en plus prononcée de certaines entreprises, tendance qui rend extrêmement difficile la classification d'une entreprise particulière au sein d'une seule industrie. Par exemple, est-ce que Bombardier, engagée principalement dans le développement, la fabrication et la vente de véhicules récréatifs et utilitaires, de moteurs diesel et de produits connexes, et, également active dans le domaine de l'aéronautique (Canadair), s'insère au sein de l'industrie du loisir, de la fabrication de moteurs ou de l'aviation? On s'aperçoit que, sans certains critères de classification incorporant la complexité des industries modernes, tous les chercheurs peuvent obtenir des résultats favorables à son étude.

De plus, l'industrie prise en tant qu'estimation du risque d'affaire et du risque financier représente un choix fort critiqué. En effet, comme le mentionnent Remmers *et al.*; "...industry and size are not good proxies of business

*risk*" <sup>70</sup>.

Il en va de même pour les autres critères énumérés dans la section examinant l'approche en coupe instantanée. Le manque d'une théorie explicite mène à une subjectivité de la part du chercheur et entraîne des résultats contradictoires.

Avant de passer au prochain chapitre, nous désirons décrire une dernière étude. Nous la situons en fin de chapitre car son approche différente ne nous permet pas de la classer selon la STT ou selon les études en coupe instantanée.

#### **IV. La théorie de l'ordre hiérarchique.**

En étudiant un échantillon de grandes entreprises, Donaldson 1961 semble être le précurseur de ce que l'on nomme la théorie de l'ordre hiérarchique (Pecking Order Theory). Il trouve que le:

*Management strongly favored internal generation as a source of new funds even to the exclusion of external*

*funds except for occasional unavoidable 'bulldges' in the need for funds.*  
71

Voilà la base de cette théorie. Les gestionnaires préfèrent se financer au moyen de fonds auto-générés et ce jusqu'à l'exclusion d'émissions d'actions sauf en cas d'extrême nécessité. En fait, la théorie telle qu'élaborée par S.C. Myers (1984) tient en quatre points <sup>72</sup>:

1. Préférence des fonds générés à l'interne,
2. Les dividendes sont versés en fonction des opportunités d'investissement tout en évitant les fluctuations soudaines.
3. La variabilité restreinte de la politique de dividendes et les fluctuations incertaines des profits et des opportunités d'investissement font en sorte que le financement interne vis-à-vis l'apport de fonds nécessaires affiche parfois un surplus et parfois un déficit. Lors d'un surplus, l'entreprise paie ses dettes ou investi

dans des titres négociables. Lors d'un déficit, elle diminue son encaisse ou vend des titres négociables.

4. Si un financement externe est requis, l'entreprise émet les titres représentant un moindre risque aux yeux de l'investisseur. Ainsi, on commence par émettre de la dette, on poursuit avec des titres hybrides tels les obligations convertibles et en dernier recours on effectue l'émission d'actions.

Voici qui résume l'ordre selon lequel les compagnies se financent d'après cette théorie. Mais pourquoi a-t-on attendu si longtemps pour populariser et améliorer les recherches de Donaldson ? La réponse réside dans le manque de bases théoriques du modèle. L'évolution dans le domaine financier nous donne l'explication tant attendue. La première base théorique du modèle de l'ordre hiérarchique prend racine au niveau de l'asymétrie de l'information et la deuxième réside dans l'existence de coûts de transactions et d'impôts.

L'asymétrie d'information au niveau des actions affecte la structure du capital en limitant l'accès au financement externe. Dans son article de 1984, Myers démontre que toute nouvelle émission d'actions est très mal perçue par les investisseurs. En d'autres mots, les gestionnaires ont recours à ce mode de financement si et seulement si les actions cotées en bourse sont surévaluées. Asquith et Mullins (1986), Masulis et Kwar (1986) et Mikkelson et Partch (1986) ont tous vérifié empiriquement ce point <sup>73</sup>.

Les coûts de transactions et l'effet de l'impôt tendent à confirmer la validité de la théorie de l'ordre hiérarchique. Les coûts directs d'une émission d'actions semblent plus élevés qu'un simple recours aux bénéfices non-répartis (BNR). Premièrement, nous n'avons qu'à penser à la commission que le souscripteur empoche lors d'une telle émission. Deuxièmement, une entreprise peut diminuer l'imposition des dividendes futurs en limitant l'émission d'actions. En fait, s'il y a émission cela accroît nécessairement le montant de dividendes à verser. Plus il y a de dividendes, plus l'effet de l'impôt se fait sentir. Il apparaît donc rationnel pour l'entreprise de diminuer

les émissions d'actions. Mais, par-dessus tout, les frais d'émission de la dette sont inférieurs aux frais imposés lors d'émission d'actions. Tout ceci revient à dire que l'entreprise favorise le financement interne à l'endettement et à l'émission d'actions.

Nous venons de voir les deux bases théoriques sur lesquelles s'appuie la TOH. De plus, nous avons relevé quelques études qui tendent à confirmer la validité du modèle. Baskin (1989) <sup>74</sup> pousse encore plus loin les recherches empiriques. Il vérifie l'effet qu'ont les dividendes sur l'endettement. Il est nécessaire de garder à l'esprit que la théorie de l'ordre hiérarchique repose sur la flexibilité très partielle de la politique de dividendes. Ayant pour effet de limiter la libre utilisation des BNR comme mode de financement. Il pose comme hypothèse que de gros versements en dividendes accroissent les besoins d'encaisse futurs d'une entreprise et que cette dernière s'endette en conséquence. De là un ratio d'endettement élevé. Les résultats enregistrés par Baskin décrivent significativement cet effet: *"It is observed that corporations which paid higher dividends in 1965 accumu-*

lated greater debt in 1972 ...".

De plus, il trouve que le paiement de dividendes influence les investissements futurs.

Il semble, malgré la "récente" formulation du modèle, que celui-ci a accumulé plusieurs résultats favorables à son égard. Mais comme le mentionne Myers, il subsiste encore deux aspects flous. Premièrement, le modèle n'explique pas l'inflexibilité des dividendes. Deuxièmement, il éprouve certaines difficultés à reconnaître quand et pourquoi les entreprises émettent des actions. Un exemple typiquement québécois serait l'engouement pour le REA. Est-ce que toutes les entreprises étaient surévaluées? Avaient-elles toutes épuisé leur capacité d'endettement? Les dividendes limitaient-ils les investissements ? Ce seul exemple nous porte à réflexion. Sans miner la pertinence de la théorie de l'ordre hiérarchique, il semble que d'autres facteurs influencent la politique de financement.

La synthèse de l'état de la finance quant à la structure du

capital des petites et moyennes entreprises (P.M.E) semble la suite logique à ce chapitre. Ainsi, la prochaine partie de cette recherche aborde ce sujet intéressant.

## **V. La structure du capital et les P.M.E.**

Les théories et les études empiriques présentées jusqu'à présent dans le cadre de ce chapitre traitent de la structure du capital des grandes entreprises. Dans cette section, nous interprétons ces recherches dans une optique de PME. Nous insistons particulièrement sur la théorie des coûts de faillite et la théorie des coûts d'agence. Ces deux modèles semblent expliquer rationnellement l'endettement des PME.

### **A. PME et coûts de faillite**

En résumé, la théorie des coûts de faillite pondère l'avantage des bénéfices fiscaux versus les coûts d'une éventuelle faillite pour obtenir une structure du capital optimale. Ainsi, nous devons composer avec deux éléments; la fiscalité et les coûts de faillite directs et indirects.

Les entreprises qui bénéficient de la déduction destinée aux petites entreprises (DPE) possèdent un taux marginal d'impôt inférieur aux autres firmes. Cet effet diminue l'avantage fiscal de la dette. Ainsi, le fisc influence beaucoup moins la structure du capital des petites entreprises qu'il ne le fait avec les moyennes et les grandes entreprises.

Les coûts de faillite élevés des PME sert aussi à restreindre l'endettement comme outil de financement. En effet, sur un échantillon de 48 PME, Dipchand et George (1977) <sup>75</sup> constatent que le total des coûts administratifs (coûts de faillite directs) s'élèvent en moyenne à 40.6 % . Contraste remarquable avec l'étude de Warner (1977) qui conclue que les coûts directs de faillite, par rapport à la valeur marchande de l'entreprise, ne sont pas significatifs pour les grandes compagnies \*\*.

Les effets combinés de la fiscalité et de l'ampleur des coûts de faillite créent une tendance négative sur l'endet-

---

\*\* Voir page 40.

tement. Selon McConnel et Pettit <sup>76</sup>, les PME doivent posséder un ratio d'endettement inférieur aux grandes entreprises. Ainsi, le ratio optimal du levier financier se situe à un niveau moins élevé que celui des firmes d'envergure plus importante.

McConnell et Pettit justifient aussi la réticence des créanciers à investir auprès des PME selon l'asymétrie d'information. La divulgation d'information étant restreinte, les prêteurs potentiels n'obtiennent pas les renseignements pertinents d'une façon aussi précise que pour les grandes entreprises. Levin et Travis résument bien cette pensée:

*The truth is, standard financial statements tell only half of the story in private companies. After all when wealth flows freely between the owner and the business, personal finances are really a part of the organization.* <sup>77</sup>

Ainsi, les coûts élevés de la divulgation de la santé financière dicte un endettement moindre par rapport à celui des grandes firmes.

En résumé, pour McConnel et Pettit, l'effet global de la fiscalité, des coûts de faillite et de l'asymétrie d'information force les PME à une structure du capital comportant moins de dette que les organisations de plus grande dimension.

#### B. PME et coûts d'agence

Suret (1984) <sup>78</sup> étudie le concept des coûts d'agence auprès des PME. Deux éléments retiennent son attention; 1) la possibilité des rendements sous-optimaux et 2) l'inefficience des moyens de contrôle.

Le gestionnaire de PME inculque souvent sa vision des choses à l'entreprise. La ligne de démarcation n'existe presque pas entre ses objectifs et ceux de la firme. Tous deux vivent à toute fin pratique en symbiose. L'entité économique maximise l'utilité du propriétaire/gestionnaire avant tout. Les prélèvements qu'effectue ce dernier sont multiples et aboutissent à des comportements sous-optimaux.

Le marché financier qui englobe les PME freine son ef-

ficienne. Les investisseurs sont peu nombreux, les titres limités, la fréquence de transactions réduite et, par conséquence, sa liquidité affaiblie. Ces aspects du marché rendent difficiles ou très onéreux les moyens de vérification et de contrôle des PME par les investisseurs externes.

Selon Suret (1984), ces deux éléments propres aux coûts d'agence, c'est-à-dire les comportements sous-optimaux et les coûts de vérification et de contrôle élevés, entraînent les PME vers un surendettement. Ainsi, le propriétaire tient mordicus aux avantages que lui confère son entreprise. La venue d'actionnaires externes limiterait sans aucun doute ses prélèvements car ces derniers ne manqueraient pas de surveiller ses agissements. Par contre, vu les coûts importants engendrés pour la vérification et le contrôle, les investisseurs sont réticents à participer au capital action des PME. Ceci gonfle la facture lors d'une émission d'actions et par le fait même augmente le coût de ce mode de financement.

Suret (1984) établi un ordre à partir duquel les décisions de financement des PME s'effectuent;

- 1) Auto-financement tant que la rentabilité et la croissance le permet
- 2) Recours à l'endettement lorsque le numéro un ne tient plus
- 3) Emission d'actions en dernier lieu

Notons que Roll (1983) et Myers ressortent avec les mêmes conclusions <sup>79</sup>.

Cet ordre implique que la taille, la croissance et la rentabilité ont des effets concrets sur la structure du capital des PME. En effet, ces résultats confirment que la taille influence positivement l'endettement, que le taux de croissance agit dans le même sens et que la rentabilité est inversement proportionnelle au levier financier.

Son modèle obtient un  $r^2$  de 0.41, ce qui lui fait dire que;

*... le schéma d'explications ... correspond assez bien à la réalité des PME québécoises même si les coefficients de détermination indiquent que d'autres facteurs influencent probablement les choix financiers.* <sup>80</sup>

Les critiques élaborées au cours du chapitre sur les théories des coûts de faillite et des coûts d'agence demeurent pertinentes pour les PME. En fait, elles procurent encore plus de poids à une optique stratégique étant donné l'inefficience du marché financier des PME.

Nous avons pu constater que deux théories différentes aboutissent à des résultats différents quant au niveau de dette accordé à la structure financière des PME. Les coûts de faillite prétendent à un sous-endettement et les coûts d'agence à un surendettement. Le consensus semble aussi loin que celui obtenu lors des études effectuées auprès des grandes entreprises.

En fait, la Static Tradeoff Theory et les études en coupe instantanées fournissent des explications permettant d'aboutir à la compréhension de la structure du capital des PME mais, tout comme au sein des grandes entreprises, les tests statistiques peu concluants portent à croire que certains facteurs n'ont pas été considérés. Le prochain chapitre développe une approche stratégique permettant de palier à ce manque réaliste de la STT.

### **CHAPITRE III: LE PARADIGME STRATEGIQUE**

#### **ET LA STRUCTURE DU CAPITAL**

La dynamique qui englobe la structure du capital des PME peut-elle se comprendre par une optique stratégique ? Nous le croyons. Ce chapitre sert en quelque sorte à le démontrer. Pour réaliser cet objectif, nous débutons en citant quelques conceptions de la stratégie. Les éléments développés au cours de cette première section nous servent à l'élaboration de notre paradigme stratégique. Par la suite, nous effectuons un retour en arrière pour définir la structure du capital. Nous terminons, par des études démontrant la pertinence d'une optique stratégique pour l'étude des structures.

#### **I. Qu'est-ce qu'une stratégie ?**

Les cinq concepts stratégiques que nous citons dans cette section apportent les fondements de base à notre paradigme stratégique. En fait, les définitions apportées par les divers auteurs cités intègrent chacune un ou des éléments nécessaires à l'étude que nous effectuons. Voici comment Bracker, Chandler, Ansoff, Andrews et Schendel et Hofer

conçoivent le management stratégique.

D'après dix-sept définitions de stratégie recensées au cours des années 1947 à 1979, Bracker (1980) <sup>81</sup> relève deux caractéristiques prédominantes au concept de la stratégie:

1. L'étude de l'environnement donne comme résultat la détermination de la position (posture) d'une entreprise dans son industrie (field).
2. Les ressources de l'organisation s'utilisent congrûment pour l'atteinte des objectifs globaux.

De ces deux points, il définit la stratégie comme étant

*... the analysis of internal and external environments of a firm to maximise the utilization of ressources in relation to objectives.*

De cette vision du concept stratégique se dégage l'ouverture de l'entreprise sur son environnement. Ainsi, on ne

perçoit plus l'organisation comme une "boîte noire" mais bien comme une composante d'un système dynamique interagissant avec son milieu.

Pour Chandler (1962) <sup>82</sup>, qui a étudié en profondeur quatre grandes firmes américaines, la stratégie s'explique comme suit;

*... the determination of basic long term goals and objectives of an enterprise, and the adoption of courses of action and the allocation of resources necessary for carrying out these goals.*

De plus, toujours selon l'opinion de Chandler, les fluctuations économiques de l'entreprise entraînent des modifications dans sa stratégie induisant alors un remaniement de sa structure. Ainsi, la structure suit la stratégie <sup>83</sup>.

Ansoff (1965) <sup>84</sup>, dans sa définition n'inclut pas les objectifs de l'entreprise. Il voit la stratégie comme un fil conducteur (common thread) entre les activités de l'entreprise, ses produits et ses marchés qui définissent

la nature essentielle de l'organisation <sup>85</sup>.

Les composantes du trait commun comprennent: <sup>86</sup>

1. La fixation d'un système cohérent d'objectifs économiques et non-économiques (produit/marché)
2. L'identification des forces et faiblesses et des possibilités de développements de l'entreprise
3. Le choix de l'axe de croissance en terme de produit/marché (expansion/diversification)
4. La synergie entre les trois premiers éléments.

Andrews et al. (1965) <sup>87</sup> sont les premiers à élaborer un modèle stratégique <sup>88</sup>. Cette conceptualisation de la stratégie est aussi reconnue comme étant celle de la Harvard Business School. Il s'agit surtout d'un plan de travail utilisé pour intégrer les décisions complexes faites au sein des entreprises. Le concept stratégique d'Andrews diffère de ceux de Chandler et d'Ansoff sur un point critique. En effet, Andrews reconnaît que l'environnement comprend des facteurs économiques auxquels se greffent les comportements sociaux et les valeurs des gestionnaires qui influencent les objectifs et la stratégie

de l'organisation <sup>89</sup>.

Schendel et Hofer (1979) hiérarchisent les différentes stratégies organisationnelles. Ils y décèlent trois niveaux; 1) Corporatif, 2) Administratif, et 3) Fonctionnel. Brièvement, le niveau corporatif s'occupe de la stratégie qui englobe toute l'entreprise. L'implication à ce niveau consiste à sélectionner et à définir le secteur d'affaire. Le niveau administratif oriente son approche sur les avantages compétitifs et les objectifs à atteindre pour les différentes unités administratives. La stratégie fonctionnelle intègre les multiples fonctions de l'organisation (marketing, finance, etc...) en un tout cohérent.

Malgré l'existence d'une myriade d'auteurs ayant défini la stratégie, l'apport des recherches présentées ici nous paraît suffisant à l'élaboration de notre concept stratégique. Sommairement, Bracker perçoit l'entreprise comme composante d'un système ouvert, Chandler décrit que la structure suit la stratégie, Ansoff reconnaît l'influence de l'environnement économique sur la stratégie et il ajoute les composantes essentielles d'une stratégie corporative,

Andrews, dans le même ordre d'idées, élargi le concept pour y inclure des facteurs non-économiques, Schendell et Hofer établissent une hiérarchie des stratégies et soulignent l'importance de l'intégration de celle-ci pour qu'une stratégie soit efficace.

Avec ces quelques points de vue, nous sommes en mesure de définir ce que nous nommons le paradigme stratégique.

## **II. Le paradigme stratégique**

Nous basons notre paradigme stratégique sur le concept de la stratégie d'Andrews (1987). Quoique ce concept n'incorpore pas explicitement tous les éléments du paradigme stratégique décrit ci-bas, celui-ci sert de support à l'intégration des différents éléments que nous y ajoutons. Par exemple, Chandler mentionne que la structure s'adapte à la stratégie. Il semble intéressant d'inclure cette perception dans notre paradigme. Notre objectif étant de reconnaître s'il existe une relation entre la stratégie et la structure du capital, il est opportun d'introduire le raisonnement de Chandler sur ce point. Cet apport ne va

cependant pas à l'encontre du concept d'Andrews car il stipule que les décisions relatives à l'environnement doivent être consistantes avec l'environnement interne de l'entreprise pour que les objectifs de celle-ci soient atteints. Ainsi, le concept d'Andrews forme la base du paradigme stratégique utilisé dans cette recherche et sur lequel viendront se greffer d'autres éléments.

Andrews définit la stratégie comme suit <sup>90</sup> ;

*Corporate strategy is the pattern of decisions in a company that determines and reveals its objectives, purposes, or goals, produces the principal policies and plans for achieving those goals, and defines the range of business the company is to pursue, the kind of economic and human organization it is or intends to be, and the nature of the economic and noneconomic contribution it intends to make to its shareholders, employees, customers, and communities.*

Andrews rappelle également que la stratégie corporative constitue un processus organisationnel comprenant quatre grandes activités; L'identification des opportunités et menaces de l'environnement, l'appréciation des forces et

faiblesses de l'organisation, la prise en considération des valeurs personnelles et des ressources humaines de la firme, et l'évaluation des valeurs imposées par la société dans son ensemble <sup>91</sup>.

La définition de la stratégie d'Andrews fait ressortir quatre points importants; Premièrement, l'analyse s'effectue au niveau de l'entreprise. Etape cruciale pour notre recherche car nous étudions un comportement à ce stade. Deuxièmement, le paradigme stratégique considère l'organisation comme une entité évoluant au sein d'un système ouvert <sup>92</sup>. Cette implication est importante car elle reflète toute la dynamique qui existe entre l'environnement interne et externe de la firme. Troisièmement, le paradigme stratégique accepte que les objectifs que s'est fixé la haute direction incluent non seulement des objectifs économiques mais aussi des objectifs à caractères sociaux. Cette troisième caractéristique implique que les valeurs et aspirations des membres de la haute direction soient incorporées au processus stratégique <sup>93</sup>.

De plus, comme Schendel et Hofer (1979, p.13) l'ont mentionné, le paradigme stratégique sert à intégrer les différentes fonctions de l'entreprise (finance, marketing, R&D, etc...). Rappelons-nous la hiérarchie des stratégies qu'ils ont élaborées; La stratégie corporative, la stratégie d'entreprise et la stratégie fonctionnelle. Ces trois niveaux hiérarchiques de la stratégie forment un tout cohérent en s'imbriquant les uns dans les autres. Ainsi, la stratégie fonctionnelle supporte la stratégie d'entreprise et corporative. Ceci tend à appuyer les dires d'Andrews. En effet, celui-ci insiste sur le fait que pour qu'une stratégie soit efficace, les décisions stratégiques doivent être consistantes avec les objectifs corporatifs.

Dans cette section, nous avons proposé notre définition du paradigme stratégique. Voici sommairement ce qu'il comprend. Le paradigme stratégique voit évoluer l'entreprise à l'intérieur d'un système ouvert, dans lequel émergent des objectifs économiques et non-économiques dictés par les valeurs et les comportements des dirigeants face aux forces et faiblesses de l'entreprise et des opportunités et menaces de l'environnement en général.

Nous croyons que ce paradigme stratégique peut engendrer une meilleure compréhension des facteurs qui influent sur la structure du capital par rapport à une approche strictement économique et financière utilisée jusqu'à présent dans la majorité des études traitant du levier financier.

### **III. La structure du capital défini**

Le ratio de la dette à long terme sur l'avoir des actionnaires offre comme résultat une perception de la structure du capital. C'est en quelque sorte une représentation des différentes combinaisons de financement d'une entreprise selon ses proportions de dette, et selon les actions privilégiées et ordinaires émises.

Pour les fins de cette étude, la dette à long terme inclut tout contrat que l'organisation conclut avec une partie externe dans le but de se procurer une somme d'argent en échange d'une promesse de paiement d'intérêts et de capital selon un échéancier déterminé. Ces contrats de financement ne procure aucun droit à la participation aux décisions d'investissement, sauf celles qui sont spécifiquement

citées au contrat. Ces clauses restrictives, comme le nom l'indique, posent certaines limites quant à l'utilisation des fonds prêtés, ce qui tend à diminuer la flexibilité des débiteurs.

L'autre pendant de la structure du capital, l'avoir des actionnaires, consiste en l'avoir interne représenté par les bénéfices non-répartis et l'avoir externe représenté par les émissions d'actions. Les actions ordinaires, contrairement aux obligations, n'exigent pas le versement d'une somme d'intérêts ou de capital de la part de l'entreprise. Par contre, elles procurent aux détenteurs le droit à la participation aux décisions d'investissement en plus de lui donner sa quote part des bénéfices futurs.

La dette et l'avoir des actionnaires ayant été définis, il semble important de spécifier que les décisions d'investissement portant sur la structure du capital se prennent au niveau le plus élevé de la hiérarchie corporative <sup>94</sup>. En effet, plusieurs processus stratégiques introduisent les décisions relatives à la structure financière dans l'analyse des forces et faiblesses de l'entreprise.

La prochaine section discute de la pertinence d'une approche stratégique pour la compréhension des structures financières des entreprises.

#### **IV. Une nouvelle approche**

Nous croyons fondamentalement que la structure du capital d'une firme résulte d'un arbitrage entre plusieurs facteurs tant externes qu'internes à l'entreprise. Plus particulièrement, nous croyons que les valeurs propres aux preneurs de décisions agissent nettement sur le ratio d'endettement. Ainsi, pour comprendre la structure financière au niveau de l'entreprise, nous considérons qu'une approche globale, incorporant de multiples facettes de l'organisation s'avère plus réaliste qu'une optique économique et financière. Cette nouvelle approche est prescrite par plusieurs chercheurs financiers en quête d'une optique originale pour l'étude de la structure du capital.

En effet, Findlay et Whitmore (1975) <sup>95</sup> comparent le modèle de maximisation de l'avoir des actionnaires (SWM) avec le modèle de maximisation de la richesse des gestion-

naires (MWM) selon différentes hypothèses de perfection des marchés. Si les marchés sont parfaits (tous possèdent la même espérance, non-imposition, investissements divisibles à l'infini), les deux modèles correspondent car il n'existe qu'une seule solution optimale guidée par le marché. Par contre, quant les imperfections s'infiltrant, il semble que le MWM reflète mieux le comportement des gestionnaires. Ceux-ci tentent premièrement de satisfaire leur richesse personnelle et pensent aux propriétaires en deuxième lieu. Ainsi, le but unique de la maximisation de l'avoir est éclipsée par la recherche d'autres objectifs propres aux gestionnaires.

Carleton et Silberman (1977) <sup>96</sup> concluent que les décisions relatives au levier financier sont déterminées par un processus complexe impliquant les marchés financiers et les marchés du produit en plus des décisions corporatives façonnées selon le bon désir des propriétaires.

Walker et Petty (1978) <sup>97</sup> mentionnent que les structures financières s'expliquent par des facteurs exogènes et endogènes à l'entreprise. De plus, il semble que la

propension pour le risque des dirigeants influence grandement le ratio dette/avoir. Errunza (1979) <sup>98</sup> indique aussi que l'attitude des dirigeants face au risque prend une place prépondérante pour signaler les différences existantes dans les structures financières des corporations.

Carleton (1978) <sup>99</sup> suggère que pour évoluer, la théorie financière doit se sortir de son optique de la "boîte noire" qu'est l'entreprise et adopter une approche voulant que la firme évolue dans un système ouvert et au sein duquel les décisions corporatives sont prises dans un monde complexe impliquant des contraintes qui ne sont pas toujours financières. De plus, il considère que le gestionnaire financier doit non seulement jongler avec toutes les variables financières mais il doit aussi les adapter au plan corporatif.

De son côté, Farley (1980) <sup>100</sup> prône une approche plus behavioriste dans le domaine de la finance. Pour elle, l'apport qualitatif de cette optique complète l'approche quantitative et statistique de la théorie économique. Les résultats décevants obtenus en finance invitent les

chercheurs à ouvrir de nouveaux horizons. Voies qui permettront d'avancer de nouvelles hypothèses de travail qui contribueront à l'évolution de la théorie financière.

Comme nous l'avons constaté, plusieurs chercheurs insistent sur l'utilité d'une nouvelle approche pour l'étude des thèmes financiers. Malgré tout, aucun d'entre eux ne suggère spécifiquement l'utilisation du modèle stratégique. Par contre, nous pouvons concevoir que celui-ci incorpore plusieurs de leurs suggestions. Ainsi, ces théoriciens soulignent;

- 1) l'importance d'étudier les comportements au niveau de l'entreprise comme tel,
- 2) que l'évolution de la firme s'effectue dans un système ouvert,
- 3) que les décisions doivent s'intégrer au plan corporatif,
- 4) que les gestionnaires poursuivent plus d'un objectif et que ceux-ci ne sont pas tous financiers de nature.

Tous ces points sont incorporés dans le paradigme stratégique et pour cette raison son appréciation semble raison-

nable pour l'étude de la structure financière des entreprises.

## **V. Tests empiriques**

Afin de souligner d'avantage l'utilité du paradigme stratégique dans la compréhension de la structure du capital de l'entreprise, nous décrivons quelques études empiriques ayant traité ce sujet.

Melicher et Rush (1973) <sup>101</sup>, en étudiant les différentes caractéristiques financières des conglomérats vs les non-conglomérats, ont trouvé que les entreprises groupées en conglomérats utilisaient l'endettement beaucoup plus que les autres. Tendance qui démontre une certaine relation entre la stratégie d'entreprise et la structure financière.

Barton (1985) <sup>102</sup> a étudié la relation entre la stratégie et la structure du capital des grandes entreprises (notre mémoire se base sur sa thèse de doctorat). Son étude comprend un échantillon de 279 entreprises industrielles du "Fortune 500" classées selon quatre catégories de stratégie

de diversification. Ses résultats démontrent que la stratégie modifie les effets des variables financières sur la structure du capital des grandes entreprises. Ainsi, il appert que le niveau d'endettement varie d'une stratégie à l'autre. L'aboutissement encourageant de ses recherches démontre qu'une approche stratégique complémente bien l'optique financière pour aider à la compréhension du levier financier des entreprises.

En 1989, Barton et Mathews <sup>103</sup> suggèrent que cet approche stratégique correspond très bien à la compréhension de la structure du capital auprès des PME. Deux éléments appuient ce point. Premièrement, la théorie financière moderne pose comme hypothèse que les marchés sont parfaits (voir chapitre 2). Ceci ne semble pas le cas pour les PME. La plupart ne sont pas transigées sur le parquet de la bourse et quand elles le sont, les transactions sont peu volumineuses. Ainsi, les dirigeants de ces entreprises n'ont pas à se soucier des investisseurs lorsqu'ils doivent choisir le ratio d'endettement. Deuxièmement, l'attitude des dirigeants face au risque détermine plus souvent qu'autrement la structure du capital des PME <sup>104</sup>.

Tous ces points sous-entendent que le choix de la structure financière d'une PME peut être compris selon une approche stratégique qui prend en considération la complexité des éléments impliqués. Le prochain chapitre élabore les différentes hypothèses relatives à la stratégie et à la structure du capital des PME.

## **CHAPITRE IV: Propositions et hypothèses**

Nous débutons ce chapitre en énumérant les quatre propositions pertinentes à notre recherche. Celles-ci découlent directement de l'approche stratégique décrite auparavant. Nous poursuivons par l'explication de la méthode utilisée pour cerner les particularités de l'optique stratégique. Nous terminons en citant les hypothèses spécifiques de notre étude.

### **I. Les propositions**

Dans cette section, nous énumérons les propositions retenues pour cette étude. Un bref exposé accompagne chacune d'elles, pour en expliquer le contenu.

#### **A. Proposition 1**

La propension pour le risque du dirigeant affecte la structure du capital.

La théorie financière moderne identifie le risque d'une

compagnie à sa structure du capital. Van Horne et al. (1981)<sup>105</sup> écrivent que le risque augmente avec l'utilisation croissante de la dette comme moyen de financement [p.9]. Ainsi, le risque financier se voit lier à la structure financière d'une firme.

Stonehill et al. (1975)<sup>106</sup>, par l'entremise d'un questionnaire, concluent que le risque financier semble être le déterminant le plus important dans la structure du capital [p. 32]. Il est toutefois bon de signaler que cette étude ne sondait que les cadres de grandes entreprises. Malgré tout, nous croyons que ce sondage pourrait très bien s'appliquer aux PME. En effet,

*...les prêts aux petites entreprises comportent des taux d'intérêts plus élevés en plus d'exiger des garanties supplémentaires de la part des propriétaires [p. 67] <sup>107</sup>.*

Cette relation étroite entre le prêt et la garantie personnelle du dirigeant appuie fortement notre proposition qui dicte que la propension pour le risque du dirigeant

influence grandement la structure du capital de son entreprise.

B. Proposition 2

Les objectifs fixés par le propriétaire/dirigeant affectent la structure du capital.

Selon la théorie financière, les gestionnaires ne peuvent poursuivre qu'un seul objectif, soit la maximisation de l'avoir des actionnaires. Toutes les décisions doivent converger vers l'atteinte de cet objectif. Pour Findlay et Whitmore (1974) <sup>108</sup>, le manque de validité empirique dont est affligé cet hypothèse l'infirmes [p. 26].

D'autres motivations éliminent l'objectif de maximisation de l'avoir des actionnaires en le remplaçant par des objectifs de rentabilité, d'efficience, de satisfaction des employés, etc... Andrews (1987) <sup>109</sup>, dans le même ordre d'idées, fait remarquer que chaque entreprise maintient un certain nombre d'objectifs et que la stratégie se doit d'être cohérente avec ceux-ci.

En fait, au chapitre quatre, Andrews discute de la relation étroite existant entre la stratégie et les valeurs personnelles des stratèges. Il mentionne entre autre;

*...There is no way to divorce the decision determining the most sensible economic strategy for a company from the personal values of those who make the choice [p. 53].*

Ainsi, des objectifs qui semblent dénoués de tout sens aux yeux des actionnaires prennent une toute autre signification pour le propriétaire/dirigeant. Levin et Travis (1987) <sup>110</sup> nous en donnent un excellent exemple;

*Take the case of a private company that makes servo-motors. Its owners feared that borrowing would threaten the secrecy of their all-important design engineering, so they used only internal funds to fuel sales growth ...*

L'objectif de conservation du procédé de fabrication a su limiter l'endettement de cette entreprise. Pour un analyste financier cela paraît incohérent mais pour ces propriétaires cette fin en soi se justifie très bien.

L'influence des objectifs sur la structure du capital se ressent d'avantage auprès des PME que des grandes entreprises. Cela provient du fait que les décideurs, au sein des PME, n'ont pas à se soucier de l'attitude des "boursicoteurs" face à leur structure financière, ce qui n'est pas le cas pour les entreprises de taille plus imposante.

### C. Proposition 3

Le propriétaire dirigeant préfère financer les besoins de l'entreprise à l'interne plutôt que par l'entremise de dette externe ou de nouvelles émissions d'actions.

Les propriétaires de PME bénéficient d'une grande autonomie financière. Ils peuvent louer des actifs à l'entreprise, nommer des membres de la famille au sein de l'organisation et se payer des bonis extravagants <sup>111</sup>. Pour conserver ces avantages, ils évitent le plus possible d'admettre quelqu'un qui pourrait diminuer ces prérogatives. Pour cette raison, les contrats d'endettement, de par leurs clauses restrictives, sont évités le plus possible. Il en est de même des nouvelles émissions d'actions. "... l'entrepreneur valorise principalement l'autonomie et la

liberté" <sup>112</sup>. L'effet limitatif des clauses restrictives fait en sorte que le gestionnaire de PME craint une perte de contrôle des décisions stratégiques lors de la venue d'une tierce partie dans l'organisation et qu'il tente, aussi longtemps qu'il le peut, d'éviter de s'endetter à l'externe. Son degré d'individualisme aura le même effet. Ces effets combinés suggèrent que l'entrepreneur se finance au moyen de bénéfices non-répartis avant de s'endetter et d'émettre de nouvelles actions.

Il semble juste de souligner que la proposition trois découle de la proposition deux, car les préférences des propriétaires-dirigeants sont fonctions de leurs objectifs.

#### D. Proposition 4

Le contexte financier de l'organisation influence la somme d'argent que les créiteurs désirent prêter à l'entreprise.

Cette proposition englobe les menaces et opportunités présentent dans l'environnement externe de la firme et qui affectent sa structure du capital. Nous croyons que la

stratégie poursuivie par les dirigeants et l'environnement financier externe à l'entreprise signalent aux créditeurs un certain niveau de dette acceptable pour cette compagnie. Ce jugement exercé par les prêteurs limite, par le fait même, le montant maximum que l'entreprise peut détenir au sein de sa structure financière. Ainsi, l'optique des investisseurs externes, si prééminente en finance, rend fidèlement toute la signification de cette approche.

#### E. Proposition 5

Les caractéristiques financières propres à l'entreprise influencent le degré de flexibilité des dirigeants face à leur structure financière.

Les forces et faiblesses financières propres à la compagnie exercent un effet sur ce que les gestionnaires aimeraient concevoir et ce qu'ils peuvent réaliser. Ainsi, les variables contextuelles, étudiées au chapitre deux (section des études en coupe instantanée), ne déterminent pas la structure du capital mais limitent la flexibilité des dirigeants face à celle-ci.

Nous venons de décrire les cinq propositions de notre recherche. Elles découlent directement de celles élaborées par Barton (1985). Les trois premières s'intéressent aux valeurs des gestionnaires. Les deux dernières complètent l'approche stratégique en évaluant l'effet de l'environnements externe et interne propres à l'entreprise. Les hypothèses spécifiques sont décrites dans la prochaine section.

## **II. Hypothèses**

Etant donné que le fondement de ce mémoire représente l'étude de la structure du capital sous une optique dite de management stratégique, il faut établir un moyen qui nous permette de recueillir la richesse de cette approche, en plus de nous être utile à l'élaboration d'hypothèses spécifiques vérifiables.

Dans sa thèse, Barton (1985) utilise comme outil, pour l'évaluation de la stratégie corporative, un processus développé par Wrigley (1968) et par la suite perfectionné par Rumelt (1974) <sup>113</sup>. Ce procédé emploie un système de

catégorisation basé sur une évaluation quantitative et qualitative des produits/marchés de l'entreprise ainsi que sur le motif de diversification de ses dirigeants. Selon Rumelt, cette démarche fait ressortir les valeurs des dirigeants. Toutefois, il ne constitue qu'un moyen indirect d'évaluation des aspirations réelles des dirigeants. Barton et Mathews (1989), <sup>114</sup> suggèrent qu'une approche plus directe serait appropriée. Partageant son avis, dans les pages suivantes, nous élaborons les moyens qui vont nous permettre d'appuyer nos affirmations.

#### A. Hypothèse de la propension pour le risque

H 1: La propension pour le risque du propriétaire/dirigeant tend à être corrélée positivement avec l'endettement

Tel que nous l'avons signalé à la proposition numéro 1, la propension pour le risque devrait influencer positivement la proportion de dette d'une entreprise. En d'autres mots, plus le propriétaire/dirigeant possède une inclination pour le risque, plus le niveau d'endettement sera élevé, *Ceteris Paribus*.

*1. Mesure spécifique du risque (RISQUE)*

Plusieurs études portent sur la propension au risque démontrée par les entrepreneurs, les gestionnaires, les étudiants, etc... Cependant, la plupart des résultats ne confirment pas que l'entrepreneur penche vers une forte propension au risque <sup>115</sup>. La majorité de ces études utilisent comme mesure du risque, le "Choice Dilema Questionnaire" (CDQ) développé par Kogan et Wallach (1964) <sup>116</sup>. L'instrument de mesure comprend douze situations hypothétiques appliquées à la vie de tous les jours. Chaque événement demande au lecteur de choisir entre une alternative peu risquée ou une plus attrayante, mais comportant un niveau plus élevé de risque. De plus, il doit indiquer quel serait la probabilité de succès requise pour qu'il emprunte la voie la plus risquée.

Brockhaus (1980, p. 514) <sup>117</sup> signale que les événements contenus dans le CDQ ne constituent pas un échantillon représentatif de toutes les situations contenues dans l'univers. Il ajoute qu'un instrument semblable au CDQ peut aisément se construire.

Ray (1986, p. 121-122) <sup>118</sup> entrevoit deux problèmes au CDQ. Premièrement, les items du CDQ comportent des barrières culturelles. Les réponses peuvent différer d'une culture à l'autre indifféremment de la propension au risque du sujet évalué. Deuxièmement, Ray remet en question la formulation comme tel du questionnaire. Il mentionne qu'il peut subsister un écart entre une situation hypothétique et une situation réelle.

Par contre, Ray (p. 130) indique que l'utilisation du CDQ, tel que développée par Kogan et Wallach, lorsqu'appliquée à des situations rencontrées par des entrepreneurs, s'avère être un instrument de recherche valable. D'après ses tests, il a découvert que la propension au risque s'avère extrêmement contextuelle. Ainsi, un entrepreneur peut se comporter de façon très prudente vis-à-vis des situations de la vie courante, mais détient cependant une propension marquée pour le risque face à des situations d'affaires. Pour Ray, il semble exister un doute quant à la généralisation de la propension au risque des individus. Dans cette veine d'idées, il constate que;

*... if we want to understand risk taking in business, we need to look at entrepreneurs and managers in the context within which is most likely to exist. This includes the decision to form a new entreprise, seek financing, professionalize management of the firm, pursue new product development, and enter new markets. p. 142.*

Pour les buts de notre recherche, nous nous référons au CDQ modifié dans un contexte entrepreneurial. Nous retrouvons à l'annexe 1 le questionnaire en question.

#### B. Hypothèse de la croissance des ventes

H 2: La croissance des ventes tend à être reliée positivement à l'endettement.

A la proposition numéro deux, nous suggérons que les objectifs fixés par le propriétaire/dirigeant influence grandement le ratio dette/avoir. Nos lectures nous indiquent que chaque entreprise essaie de jongler avec environ quatre à sept objectifs différents. Afin de rendre opérationnelle la recherche, nous contrôlons les variables objectifs en observant la croissance des ventes. Cette

croissance délimite en quelque sorte les multiples objectifs. Nous croyons qu'il serait très laborieux, étant donné l'état de la recherche sur le sujet, d'évaluer les effets conjugués de plusieurs objectifs différents parmi les entreprises de notre échantillon.

Gupta (1969) <sup>119</sup>, fort d'appuis empiriques, suggère que les entreprises à forte croissance détiennent un endettement plus élevé que les autres firmes. Il relie cette situation à l'effet que les compagnies à croissance recherchent une certaine flexibilité financière. Cet avantage s'acquiert par l'endettement car il est plus facile d'acquérir et de liquider de la dette que d'effectuer l'acquisition et la liquidation d'actions.

Barton (1985) mentionne que les créanciers sont plus enclins à prêter aux entreprises à forte croissance étant donné le futur prometteur de celles-ci. Pour les gestionnaires, les clauses restrictives sont un mal nécessaire. Les besoins en argent étant supérieurs aux fonds générés à l'interne, ils acceptent ces restrictions car les désavantages sont supplantés par les bénéfices de la croissance.

*1. Mesure spécifique de la croissance (CROIS)*

Les fins de cette recherche, nous conduisent à calculer le taux de croissance selon une moyenne géométrique.

C. Hypothèse de profitabilité

H 3: La profitabilité tend à être négativement corrélée avec l'endettement

La proposition trois indique que le propriétaire/dirigeant n'accepte qu'avec beaucoup de réticence de nouveaux créanciers et investisseurs au sein de la compagnie. Cet aspect se rattache au degré de contrôle qu'aiment exercer les entrepreneurs. En agissant ainsi, le propriétaire/dirigeant limite son financement aux bénéfices non-répartis (ci-après BNR). Nous savons que ces derniers découlent directement des profits que l'entreprise réalise. Ainsi, une compagnie qui récolte d'excellents profits aura un besoin limité de fonds externes. De là découle la corrélation négative entre la profitabilité et l'endettement.

Cette hypothèse peut sembler contredire la proposition

cinq. En effet, si une entreprise maintient une bonne rentabilité, son degré de flexibilité s'améliore ainsi que ses possibilités d'endettement. Par contre, les propriétaires-dirigeants désirent conserver à tout prix leur autonomie dans la gestion de leurs affaires. Ainsi, plus une entreprise est rentable, plus le propriétaire-dirigeant peut modifier sa structure du capital selon ses désires et tenter de limiter autant que possible l'intégration d'autres intervenants (banquiers).

#### *1. Mesure spécifique de la rentabilité (PROFIT)*

Nous utilisons la même mesure que celle retenue par Barton (1985). Nous appuyons notre choix par les résultats plus que probants de Barton. Bettis (1981) <sup>120</sup> mentionne que la rentabilité telle que mesurée par le retour sur l'actif (ROA) est non seulement grandement utilisée par les divers chercheurs mais elle est entre autre corrélée significativement avec les autres mesures de rendement.

Voici la formule utilisée;

$r_a$  = somme de (  $r_t$  /  $n$  ) pour tout  $t = 1$  à  $n$

$r_a$  = Taux de bénéfices moyens

$t$  = année

$r_t$  = BAII / Actifs totaux

BAII = Bénéfices avant intérêts et impôts

$n$  = Nombre d'années consécutives dans l'étude

#### D. Hypothèse sur l'environnement externe

H 4: Le profil d'opportunités et menaces tend à être corrélé positivement avec le niveau d'endettement.

Suite à la proposition quatre, nous croyons qu'une entreprise oeuvrant dans un environnement externe favorable possède un niveau d'endettement supérieur aux firmes ne détenant pas cette avantage, *Cetiris Paribus*.

Cette hypothèse nous sert à estimer le jugement que pourraient porter de futurs créanciers sur l'entreprise.

Barton et Mathews (1989) <sup>121</sup> soulèvent un point important

données contenant plusieurs caractéristiques importantes sur l'entreprise en question. Ainsi, l'information détenue par ces établissements sur la firme, son environnement et son propriétaire/dirigeant influence énormément la décision d'un prêteur. Cette hypothèse revêt une importance capitale pour la PME.

*1. Mesure spécifique de l'environnement externe (XTERNE)*

Nous utilisons un questionnaire pour connaître le profil des opportunités et menaces de l'environnement (POME), intégrant des domaines, tels que la technologie, l'économie, l'écologie, l'industrie, la société, et la politique.

La cinquième proposition indique l'intérêt que procure l'évaluation des forces et faiblesses internes d'une compagnie pour comprendre la structure financière de celle-ci. Dans sa thèse, Barton (1985) a eu recours à des estimateurs, tels que la taille, le levier d'opération et la variation des bénéfices pour quantifier les forces et faiblesses des compagnies échantillonnées. Tous ces

éléments sont censés représenter le risque d'affaire que les entreprises encourent. Le raisonnement de base veut que les créiteurs limitent le niveau de financement par la dette lorsque le risque de la compagnie augmente. Par contre, comme la plupart des études en coupe instantanée, ces résultats sont ambigus. La seule conclusion significative s'obtient avec la profitabilité (hypothèse trois). Or, nous croyons que la profitabilité peut englober la majorité des forces et faiblesses d'une firme. Nous pouvons supposer, sans nous attirer les foudres de Jupiter, qu'une entreprise à forte profitabilité détient plus de forces que de faiblesses. C'est-à-dire qu'une entreprise rentable a plus de chances de survivre qu'une firme qui ne l'est pas.

Étant donné l'ambiguïté des résultats enregistrés par les études en coupe instantanée dans les recherches antérieures et au sein de la thèse de Barton (1985), nous laissons tomber les hypothèses sur la taille, la variation des bénéfices et le levier d'opération. Nous évaluons les forces et faiblesses de l'entreprise selon sa profitabilité. En effet, comme Spence (1990) <sup>122</sup>, un invétéré

---

H 1: La propension pour le risque du propriétaire/di-  
rigeant tend à être corrélée positivement avec  
l'endettement

H 2: La croissance des ventes tend à être reliée posi-  
tivement à l'endettement

H 3: La profitabilité tend à être négativement corrélée  
avec l'endettement

H 4: Le profil des opportunités et menaces tend à être  
lié positivement avec le niveau d'endettement

---

#### 4.1 Les hypothèses

défenseur des PME le signale;

*"[Profit] ... suggests hard work and  
implies success. Profit is a function  
of doing things better than the com  
petition ... Only profit assures  
continuity and fuels growth."*

#### E. Sommaire des hypothèses

Nous croyons que les quatre hypothèses énumérées ci-haut englobent le concept du management stratégique. Ainsi, la première et la deuxième hypothèse reflètent toutes deux les valeurs et objectifs des dirigeants, à savoir la propension pour le risque et les objectifs. La troisième hypothèse

évalue les forces et faiblesses et la quatrième hypothèse marque la relation espérée entre les menaces et opportunités présentent dans l'environnement externe d'une entreprise et son niveau d'endettement. L'encadré 4.1 fait état des quatre hypothèses soulevées.

Dans le prochain chapitre, nous discutons de la méthodologie de l'enquête et des résultats.

## **CHAPITRE V: METHODOLOGIE ET RESULTATS**

La première partie de ce chapitre aborde les éléments méthodologiques préconisés pour cette recherche. Notre discussion porte sur des éléments, tels l'échantillon, les sources d'information et la période temporelle.

La seconde partie du chapitre est consacrée aux résultats obtenus. Nous débutons en traçant les caractéristiques de notre échantillon, nous poursuivons par une discussion portant sur chacune des variables de notre modèle, et nous terminons en soumettant les implications de notre étude.

### **I. Éléments méthodologiques**

Dans cette section, nous spécifions, tour à tour, la nature de notre population et l'échantillon qui en résulte, les sources de données que nous utilisons, la période temporelle choisie pour récolter nos informations financières et la méthode utilisée pour dépouiller nos données.

### A. L'échantillon

Pour s'assurer d'obtenir aisément toute l'information financière requise pour notre recherche, nous avons décidé de nous en tenir exclusivement aux compagnies publiques cotées à la bourse. Sachant que la majorité de celles-ci ne répondent en aucune façon aux critères d'une PME, nous nous sommes limités aux entreprises ayant émis des titres au Régime d'Épargne Action du Québec (RÉAQ). En agissant de la sorte, nous croyons rejoindre les plus petites firmes parmi les plus grandes. Dans la même veine, nous avons limité nos recherches aux compagnies classées selon la commission des valeurs mobilières du Québec parmi les sociétés en voie de développement. Nous comptons 153 entreprises figurant sur cette liste. Toutefois, certaines ont dû être rayées et nous nous expliquons; Les entreprises de services (61), les sociétés minières (17), les entreprises dont le contrôle ne relève pas de dirigeants québécois (2), les entreprises dont la raison sociale est inconnue (12), les entreprises considérées malgré tout comme trop grande (2) et finalement les entreprises délistées suite à une faillite (18). Cette

élimination progressive ramène notre échantillon à 41 sociétés (153-112).

#### B. Sources d'information

Nos données financières proviennent des états financiers des firmes concernées. Les noms de ces dernières ont été obtenus à la commission des valeurs mobilières du Québec et à la bourse de Montréal.

La propension pour le risque des présidents d'entreprise est évaluée par un questionnaire comportant cinq questions.

L'évaluation de l'environnement externe propre aux entreprises s'est faite à partir d'un questionnaire délimitant le profil des opportunités et menaces de l'environnement (POME). Nous avons demandé aux vice-présidents aux finances des entreprises concernées de le remplir. Ce questionnaire se trouve à l'annexe 2.

### C. Période temporelle

Pour que le nombre d'entreprises recueilli soit raisonnable, nous avons supposé que notre zone temporelle devait s'échelonner sur une période d'au moins cinq ans. Ainsi, pour chacune des sociétés, nous avons récolté les données financières enregistrées au cours des années 1986 à 1990. Cet échelonnement a d'ailleurs été utilisé par plusieurs chercheurs dans le domaine financier et stratégique pour atténuer les effets des événements extraordinaires et pour amoindrir les changements survenus suite à des fluctuations économiques <sup>123</sup>.

## **II. Résultats**

Nous débutons cette partie avec l'analyse du taux de réponse obtenu, puis nous exposons certaines caractéristiques des sociétés qui ont bien voulu nous répondre, le tout est suivi de la divulgation et d'une discussion de nos résultats. Une conclusion générale vient clore le chapitre.

A. Le taux de réponse

Malgré les multiples efforts canalisés vers l'élaboration de cette recherche, nous sommes quelque peu déçu. Nous n'avons récolté que dix-huit réponses complètes et ceci en incluant les deux questionnaires et les données financières. Tel que prévu, la récolte des données financières ne nous a posé aucun problème. Tous les chiffres requis ont été recueillis. Seulement deux entreprises nous ont envoyé des informations incomplètes. Nous avons réussi à récolter 31 questionnaires sur l'environnement externe. Par contre, seulement 20 présidents d'entreprises nous ont renvoyé leurs réponses. Ceci nous laisse avec un taux de réponse de l'ordre de 44 % (18/41).

B. Caractéristiques de notre échantillon

Avant de passer aux résultats, nous aimerions vous rappeler que la discussion ne s'applique qu'à notre échantillon et bien entendu ne se limite qu'à la période temporelle fixée.

Variable	Moyenne	Écart-type	Maximum	Minimum
DETTE	56.76%	17.2%	96.83%	19.98%
PROFIT	9.37%	9.1%	20.77%	-17.17%
XTERNE	11.79	6.07	20.67	0.47
RISQUE	32	4.00	39	24
CROIS	28.92%	48.2%	216.55%	- 4.14%

### 5.1 Caractéristiques de l'échantillon

L'encadré 5.1 brosse un portrait robot de notre échantillon. De plus, nous avons cru bon d'incorporer à nos statistiques la taille (actifs) de notre échantillon. La taille moyenne de nos entreprises se situe à \$ 52 million. La plus grosse étant de l'ordre de \$ 148 M et la plus petite de \$ 4 M. On note évidemment qu'il ne s'agit pas de PME, mais plutôt de grandes entreprises.

La moyenne et l'écart-type de la variable qui servent à calculer l'environnement externe des sociétés sont respectivement de 11.79 et 6.07. Ceci signifie que la plupart des répondants voient l'environnement externe de leur

compagnie comme étant neutre, c'est-à-dire qu'ils n'y perçoivent ni menaces ni opportunités.

Lorsqu'on observe la variable risque, on s'aperçoit que, avec une moyenne de 32 (maximum et minimum théorique de 45 et 5) et un écart type de 4, les présidents d'entreprises possèdent une certaine aversion au risque.

En ce qui a trait à la croissance, l'obtention d'un écart-type de 0.482 signifie qu'il y a eu une grande disparité quant à cette variable.

### C. Résultats des inférences statistiques

Cette section discute des résultats que nous avons obtenus en effectuant des régressions simples et multiples et en élaborant une analyse factorielle.

Nous avons effectué une régression simple pour chacune des quatre variables de notre modèle (profit, croissance, risque et POME) par rapport à la structure du capital. De toutes ses régressions, seulement une s'est avérée signifi

	$r^2$	pente	significatif
profit	.279	-1.84	oui
croissance	.145	-0.39	non
POME	.040	-0.01	non
risque	.039	-0.01	non

## 5.2 Régression linéaire (dette et variable)

cative voir encadré 5.2. Il s'agit du profit par rapport à la dette. Nous avons obtenu pour cette dernière un  $r^2$  de 0.279. Ce coefficient de corrélation est significatif à un seuil de 95 %. Il existe donc une relation linéaire significative entre le profit et la dette. Il est intéressant de noter que cette relation est négative. Nous discutons en détail des implications de ces résultats dans une section subséquente.

Une autre découverte intéressante a été exposée à la lumière des régressions multiples. En premier lieu, nous avons effectué une régression multiple en posant la structure du capital comme variable dépendante (Y) et les quatre autres variables comme indépendante (X). Ce résultat nous

a permis de réaliser que le profit et la croissance jouaient un rôle primordial au sein de notre modèle et que le risque et l'environnement externe n'y apportaient qu'un supplément d'information minime. C'est ainsi que nous avons décidé de laisser tomber les variables tel, le risque et l'environnement externe.

Notre deuxième régression linéaire multiple nous a donné comme résultat un  $r^2$  de .529 à un niveau de signification de 98 %. De plus, l'analyse factorielle nous démontre que chacune de ces deux variables joue un rôle prépondérant au sein du modèle (valeurs Eigen de .60 pour le profit et .40 pour la dette). Cela étant dit, notre modèle prend les valeurs suivantes:

$$\text{Dette} = 0.626 - (1.189 \times \text{Profit}) + (0.182 \times \text{Croissance})$$

#### D. Discussion des résultats

Dans cette section, nous discutons des résultats à la lumière des hypothèses énoncées au chapitre IV.

H 1: La propension au risque du dirigeant tend à être corrélée positivement avec l'endettement

Nos résultats ne nous permettent pas de confirmer cette hypothèse à un niveau jugé statistiquement significatif. Par contre, la pente de notre droite de régression, qui s'avère positive, nous permet de constater que l'effet s'oriente dans le sens voulu. Ainsi, plus la propension au risque du dirigeant s'accroît, plus l'endettement s'accroît. Mais là est la seule constatation que nous pouvons faire. Encore une fois, nous ne pouvons en affirmer la validité statistique.

H 2: La croissance des ventes tend à être reliée positivement à l'endettement

Encore une fois, nos résultats ne sont pas statistiquement significatifs mais la pente de la droite de régression s'oriente comme prévu. Cependant, la pente positive entre la croissance des ventes et l'endettement s'obtient en grande partie grâce à un seul point. Ce qui démontre la précarité des résultats de cette régression linéaire.

H 3: La profitabilité tend à être corrélée avec l'endettement

Contrairement aux deux observations précédentes, les résultats obtenus quant à la relation entre la profitabilité et la structure du capital sont statistiquement significatifs. De plus, l'effet s'oriente comme prévu. Plus les profits augmentent, plus l'endettement diminue.

Barton (1985) avait obtenu le même résultat. Comme il le mentionnait, ce résultat prend beaucoup d'importance car selon les théories économiques décrites au chapitre II, l'effet contraire devrait se produire. Cet effet s'exprime, selon les économistes financiers, par les avantages de la déduction des intérêts associés à la dette. De plus, le risque de faillite semble moins important pour les sociétés rentables. Nos résultats démontrent clairement que les seuls facteurs économiques ne peuvent expliquer le mécanisme de l'endettement. Par contre, il semble vraisemblable que le comportement des dirigeants influence ce processus. Sans en vérifier les fondements concrets, il appert que certains des gestionnaires préfèrent une

certaine flexibilité stratégique à de strictes restrictions émanant d'un endettement excessif.

H 4: Le profil d'opportunités et menaces tend à être corrélé positivement avec le niveau d'endettement

Nous n'avons pu confirmer cette hypothèse à un niveau statistiquement significatif. Mais, la droite de régression penche du bon côté à savoir que plus l'environnement externe de l'entreprise lui est favorable plus l'endettement s'accroît.

#### E. Sommaire des résultats

L'encadré 5.3 résume schématiquement nos résultats.

Comme on peut le voir seul l'hypothèse de la profitabilité est significative. Par contre, tous les résultats s'orientent selon la direction que nous voulions justifier.

Variable: Propension pour le risque;  
Hypothèse:       Corrélée positivement avec la dette  
Résultat: Non-significatif

Variable: Croissance des ventes  
Hypothèse:       Reliée positivement avec la dette  
Résultat: Non-significatif

Variable: Profitabilité  
Hypothèse:       Négativement corrélée avec la dette  
Résultat: Significatif

Variable: Environnement externe  
Hypothèse:       Positivement corrélé avec la dette  
Résultat: Non-significatif

### 5.3 Sommaire des résultats

## F. Conclusion générale

Notre problématique était de savoir si la stratégie corporative pouvait venir en aide à la compréhension de la structure du capital des PME. En outre, nous avons suggéré que les décisions de financement étaient influencées par des facteurs extra-financiers et que ceux-ci pouvaient être perçus sous une optique de management stratégique. Ainsi, d'après nous, le levier financier des compagnies ne peut être compris que par la seule interactions de facteurs empiriques.

Comme nous venons de le voir dans la section qui discute des résultats, nous n'avons pu vérifier de façon significative toutes les variables de notre modèle. Mais, il ne faut pas y voir un rejet de toute l'approche management stratégique/finance. En effet, toutes les variables analysées penchaient dans le sens désiré. De plus, une de nos variables s'est avérée statistiquement significative. Ainsi, il existe une relation linéaire entre la profitabilité et l'endettement. Ce fait intéressant devrait donner la motivation nécessaire aux futurs chercheurs pour continuer les études sous cette optique.

#### G. Implications pour les recherches futures

Malgré le fait que nous n'ayons pu vérifier à un niveau jugé statistiquement significatif toutes nos variables, nos résultats comportent un certain intérêt. En effet, le seul fait que nous ayons trouvé une relation linéaire significative entre la profitabilité et l'endettement des sociétés justifie que plus de recherches sur la structure du capital soient poursuivies en empruntant une optique axée sur le

management stratégique. En effet, ces deux variables semblent être de nature strictement financière. Par contre, la relation logique entre la profitabilité et l'endettement selon la théorie financière devrait démontrer que plus une entreprise est rentable plus son niveau d'endettement devrait être élevé. Notre étude établit une relation inverse. Ainsi, d'autres facteurs entrent en jeu. Ces différents éléments n'étant pas toujours appuyés par une logique financière peuvent s'expliquer par des aspects purement reliés aux motivations du gestionnaire. L'approche du management stratégique permet d'identifier ces aspects. D'après nous, cette approche jumelée aux théories économiques existantes pourra réussir à relever le réalisme des modèles de structure du capital élaborés antérieurement. Comme nous l'avons mentionné au chapitre II, le paradigme financier aide à comprendre les décisions d'endettement au niveau agrégé de l'économie et le paradigme stratégique poursuit l'objectif de compréhension au niveau de l'entreprise. Un mélange des deux ensembles théoriques s'avère crucial pour l'élaboration d'un modèle portant sur la structure du capital car ce phénomène implique les deux niveaux simultanément.

Pour poursuivre ce mémoire, il serait intéressant de répliquer les procédures poursuivies en y portant quelques modifications. En ce qui a trait à l'évaluation de la propension à la prise de risque des dirigeants, il semblerait nécessaire de questionner non pas seulement le président mais toutes les personnes impliquées dans le processus (président, conseil d'administration, vice-président finance, ...). Ceci permettrait d'accumuler des renseignements plus complets. De plus, tel qu'indiqué au chapitre IV, la propension au risque s'avère extrêmement contextuel. Il serait bon de formuler le questionnaire selon des situations hypothétiques de financement et non selon des principes d'administration généraux. Nous croyons qu'un tel questionnaire répondrait mieux aux attentes de la recherche.

Les recherches futures devraient aussi tenter d'accumuler la quantité de sources d'information en ce qui a trait à l'environnement externe des sociétés concernées. Ceci implique une plus grande participation interne des preneurs de décisions et peut être quelques point de vues externes. De plus, il pourrait être intéressant de demander

directement aux gestionnaires les raisons qui limitent leur financement par la dette ou par les capitaux propres.

Ce programme de recherche est sans contredit très chargé. Mais nous croyons fermement qu'une optix axée sur le management stratégique peut aboutir à une meilleure compréhension de la prise de décision quant à la structure du capital des entreprises et ce autant pour les PME que pour les grandes entreprises.

## Bibliographie

AGRAWAL, Anup et MANDELKER, Gerson, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *Journal of Finance*, Vol. 42, n<sup>o</sup> 4, September 1987, p. 823-837.

ANDREWS, Kenneth R., *The Concept of Corporate Strategy*, New-York, Richard D. Irwin, 1980.

ASQUITH, P. et MULLINS, D. W., "The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders Wealth", *Journal of Business*, January 1983, p. 77-96.

BARTON, Sydney L., *The Corporate Strategy-Capital Structure Relationship in the Large Firm*, Doctoral dissertation, Graduate School of Business, Indiana University, May 1985, 343 pages.

BARTON, Sidney L. et GORDON, Paul J., "Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure ?", *Academy of Management Review*, Vol. 12, n<sup>o</sup> 1, 1987, p. 65-75.

BARTON, Sydney L. et MATHEWS, Charles, "Small Firm Financing: Implication from a Strategic Management Perspective", *Journal of Small Business Management*, January 1989, p. 1-7.

BASKIN, Jonathan, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring 1989, p. 26-35.

BAXTER, Nevin D., "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, Vol. 22, September 1967, p. 395-404.

BELKAOUI, Ahmed, "A Canadian Survey of Financial Structure", *Financial Management*, Spring 1975, p. 74-79.

BETTIS, Richard A. "Performance Difference in Related and Unrelated Diversified Firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 2, April-June 1981, p. 379-393.

BONESS, Thomas et FRANKFURTER, George M., "Evidence of Non-Homogeneity of Capital Costs Within Risk Classes", *Journal of Finance*, Vol. 32, June 1977, p. 775-787.

BRACKER, Jeffrey, "The Historical Development of the Strategic Management Concept", *Academy of Management Review*, Vol. 5, n° 2, 1980, p. 219-224.

BREADLEY, Richard A., *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 1988.

BROCKHAUS, Robert, "Risk Taking Propensities of Entrepreneurs", *Academy of Management Journal*, Vol. 23, n° 3, 1980, p. 509-520.

BROCKHAUS, Robert, "Entrepreneurship Folklore", *Journal of Small Business Management*, July 1987, p. 1-6.

CARLETON, William T., "An Agenda for More Effective Research in Corporate Finance", *Financial Management*, Winter 1978, p. 7-9.

CARLETON, Willard T. et SILBERMAN, Irwin H., "Joint Determination of Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 32, June 1977, p. 811-821.

CHANDLER, A. D. "Stratégie et structure d'entreprise", Édition d'organisation, 1972.

COPELAND, Thomas E., et WESTON, Fred J., *Financial Theory and Corporate Policy*, Third ed., Reading Massachusset, Addison Wesley, 1980.

CRUTCHLEY, Claire E. et HANSEN, Robert S., "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Financial Management*, Winter 1989, p. 36-46.

DIPCHAND, Cecil R. et GEORGE, Roy E., "The Cost of Bankruptcy", *CA Magazine*, July 1977, p. 28-30.

ERRUNZA, Vihang R., "Determinants of Financial Structure in the Central American Common Market", *Financial Management*, Fall 1979, p. 72-79.

FAMA, Eugene et MILLER, Merton H., *The Theory of Finance*,

Hindsdalle, Illinois, The Dryden Press, 1972.

FARLEY, Gail, "A Behavioral Science Approach to Financial Research", *Financial Management*, Fall 1980, p. 15-22.

FERRI, Michael G. et JONES, Wesley H., "Determinant of Financial Structure: A New Methodological Approach", *Journal of Finance*, Vol. 34, June 1979, p.631-644.

FINDLAY, Chapman M. et WHITMORE, G. A., "Beyond Shareholders Wealth Maximisation", *Financial Management*, Winter 1974, p. 25-35.

GAGNON, Jean M. et KHOURY, Nabil, "Traité de gestion financière", Troisième édition, Gaëtan Morin éditeur, 1987.

GLENN, David W., "Super Premium Security Prices and Optimal Corporate Financing Decisions", *Journal of Finance*, Vol. 31, May 1976.

GORDON, M. J., "Corporate Finance Under the MM Theorems", *Financial Management*, Summer 1989, p. 19-28.

GRABOWSKI, H. G. et MUELLER, Dennis C., "Managerial and Stockholder Welfare Models of Firm Expenditures", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 54, 1972, p. 9-24.

GUPTA, Manak C., "The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies", *Journal of Finance*, Vol. 24, June 1969, p. 517-529.

HAMADA, Robert S., "The Effect of the Firm Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks", *Journal of Finance*, Vol. 27, May 1972, p. 435-452.

HEMPEL, George H., "Teaching and research in Finance: Perceptions, Conflicts and the Future", *Financial Management*, Winter 1983, p. 5-10.

HOFER et al., *Strategic Management: A Casebook in Policy and Planning*, 2<sup>nd</sup> ed. St-Paul Minnesota, West Publishing, 1984.

JEMISSON, David R. "Contribution of Administrative Behavior to Strategic Management", *Academy of Management Review*, Vol. 4, 1981, p. 633-642.

JENSEN, Michael C. et MECKLING, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.

KIM, et al., "Financial Leverage Clienteles", *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, March 1979, p. 83-109.

KIM, E. Han, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", *Journal of Finance*, Vol. 33, March 1978, p. 45-64.

KIM, Wi Saeng et SORENSEN, Eric H., "Evidence of the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, June 1986, p. 131-144.

KOGAN, Nathan et WALLACH M. A., *Risk Taking*, New-York, Holt Rinehart and Weston, 1964.

KRAUS, Alan et LITZENBERGER, Robert H., "A State Preference Model of Optimal Capital Financial Leverage", *Journal of Finance*, Vol. 28, September 1973, p. 911-922.

LEVIN, Richard L. et TRAVIS, Virginia R., "Small Company Finance: What the Books don't Say", *Harvard Business Review*, November-December 1987, p. 30-32.

LUSZTIG, Peter et al., *Gestion financière*, Ottawa, Édition du renouveau pédagogique, 1983, 970 pages.

MASULIS, Ronald W., "The Effect of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *Journal of Finance*, Vol. 38, March 1983, p. 107-126.

MASULIS, R. W. and KORWAR, A.N., "Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, January 1986, p. 91-118.

MATHE, Jean C., "Management stratégique: le point de vue sur la doctrine américaine" dans *Gestion stratégique et politique de l'organisation*, BEAUFILS, Alain et GUIOT, Jean M., Gaëtan Morin éditeur, 1987, p. 99-113.

MCCONNELL, John J., et PETTIT, Richardson R., "Application of the Modern Theory of Finance to Small Business Firms", *Small Business Finance*, Jay Press Inc., 1983, p. 97-126.

MELLICHER, Ronald W. et al., "Industry Concentration, Financial Structure and Profitability", *Financial Management*, Fall 1976, p. 48-53.

MELICHER, Ronald W. et RUSH, David F., "The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience", *Journal of Finance*, Vol. 28, May 1973, p. 381-388.

*Les PME au Québec, état de la situation 1988*, Gouvernement du Québec MICT, Publié par la direction des communications, 1988.

MIKKELSON W. H. et PARTCH, M. M., "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", *Journal of Financial Economics*, January 1986, p. 31-60.

MILLER, Merton H., "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. 32, May 1977, p. 261-275.

MODIGLIANI, Franco et MILLER, Merton H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, June 1958, p. 261-297.

MODIGLIANI et MILLER, "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, June 1963, p. 433-442.

MYERS, Stewart C., "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, July 1984, p. 575-591.

RAY, Dennis M. "Perceptions of Risk and New Enterprise Formation in Singapore: An Exploratory Study", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1986, p. 119-145.

REMMERS, George et al., "Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationnally", *Financial Management*, Summer 1974, p. 24-32.

ROBICHEK, Alexander A., et al., "The effect of Leverage on the Cost of Equity Capital of Electric Utility Firms", *Journal of Finance*, Vol. 28, May 1973, p. 353-372.

ROLL, Hans R., "Small Firms Acces to Public Equity Financing", *Small Business Finance*, Jai Press Inc., 1983, p. 187-238.

ROSS, Stephen A., "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, Spring 1977, p. 23-40.

RUBENSTEIN, Mark E., "Corporate Financial Policy in Segregated Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 8, December 1973, p. 749-761.

RUMELT, Richard P., *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Cambridge, Massachussets, Harvard University Press, 1974.

SCHENDEL, Dan E. et HOFER, Charles W., *Strategic Management: A New view of Business Policy and Planning*, Little Brown Company, 1979.

SCHWARTZ, Eli et ARONSON, Richard J., "Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure", *Journal of Finance*, Vol. 18, March 1967, p. 10-18.

SCOTT, David F., "Evidence on the Importance of Financial Structure", *Financial Management*, Summer 1972, p. 45-50.

SCOTT, David F. et MARTIN, John D., "Industry Influence on Financial Structure", *Financial Management*, Spring 1975, p. 67-73.

SEALEY, C. W., "Financial Planning with Multiple Objectives", *Financial Management*, Winter 1978, p. 17.

SPENCE, Rick "A Name to Reflect your Dreams, not your Company Size", éditorial de: *Profit*, November 1990, p. 3.

SRIVASTAVA, Radhey M., *Financial Decision Making: Text, Problems and Cases*, 1984.

STIGLITZ, Joseph E., "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", *Journal of Public Economics*, Vol. 2, 1973, p. 1-34.

STONEHILL et al., "Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries", *Financial Management*, Fall 1975, p. 22-47.

SULLIVAN, Timothy G., "Market Power, Profitability and Financial Leverage", *Journal of Finance*, Vol. 29, December 1974, p. 1407-1414.

SURET, Jean M., "Facteurs explicatifs des structures financières des P.M.E. québécoises", *L'Actualité économique, Revue d'analyse économique*, volume 60, n<sup>o</sup> 1, mars 1984, p. 59-71.

SURET, Jean M. et GAGNON, Jean M., "Coûts d'agence, fiscalité et PME: Aspects théoriques et tests empiriques", *Revue PMO*, volume 5, n<sup>o</sup> 2, 1989.

TOULOUSE, Jean-Marie, *L'entrepreneurship au Québec*, Montréal: Les presses HEC, Fides, 1979.

TOY, Norman et al., "A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, November 1974, p. 875-886.

VAN HORNE, James C. et al., *Financial Management and Policy*, Canadian Fifth ed., Prentice Hall Canada Inc., 1981.

WARNER, John, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *Journal of Finance*, Vol 32, May 1977, p. 337-347.

---

*Bibliographie*

WESTON, Fred J., "What M&M have Wrought", *Financial Management*, Summer 1989, p. 29-38.

WRIGLEY, Leonard, *Divisional Autonomy and Diversification*, Thèse non publié, Harvard Business School, 1968.

## ANNEXE 1

Questionnaire d'évaluation de  
la propension pour  
le risque

CINQ SITUATIONS POSSIBLES VOUS SONT PRÉSENTÉES DANS LES PAGES SUIVANTES. POUR CHACUNE DE CES SITUATIONS, NOUS VOUS DEMANDONS DE NOUS INDIQUER LE NIVEAU MINIMUM DE PROBABILITÉ QUI VOUS PERMETTRAIT DE RECOMMANDER L'ACTION INDICUÉE. CONSIDÉREZ VOUS COMME UN CONSEILLER. COCHEZ LA PROBABILITÉ MINIMALE RETENUE.

1. M. A, est âgé de 28 ans. Il est marié et père d'un enfant. Il travaille depuis 5 ans pour une grande et stable entreprise qui lui procure une sécurité d'emploi. Son salaire est raisonnable, mais ses chances d'avancement plutôt minces. Récemment, il s'est vu offrir l'occasion de créer sa propre compagnie. Cette PME pourrait donner à M. A l'opportunité de réaliser des bénéfices de beaucoup supérieurs à ceux qu'il détient présentement si l'entreprise survit à la compétition des grandes firmes.

VOUS CONSEILLERIEZ A M. A D'ACCEPTER L'OFFRE QUI LUI EST FAITE SI LES CHANCES DE SURVIE DE L'ENTREPRISE SONT D'AU MOINS:

☐ 1/10☐ 3/10☐ 5/10☐ 7/10☐ 9/10

2. M. B est président d'une PME située au Québec. Il considère sérieusement la construction d'une nouvelle usine. Il doit choisir entre le Québec où le retour sur investissement est moins risqué mais modéré, et un pays étranger où le coût de main-d'oeuvre est bon marché ce qui lui assurerait un rendement élevé. Cependant, ce pays a un passé d'instabilité politique. De plus, le chef d'un parti minoritaire voudrait prendre possession de tous les investissements étrangers s'il était élu.

VOUS CONSEILLERIEZ A M. B DE LOCALISER SA NOUVELLE USINE EN PAYS ÉTRANGER SI LES CHANCES DE VOIR LE CLIMAT POLITIQUE S'AMÉLIORER EN SA FAVEUR SONT D'AU MOINS:

3. M. C est président d'une entreprise qui n'a mis au point qu'un seul nouveau produit depuis son existence. La rentabilité est acceptable mais modeste. Récemment, un des ingénieurs a mis au point un produit révolutionnaire. S'il se vend bien, la compagnie profitera d'un avantage concurrentiel énorme. Cependant, sa mise en production nécessite d'importantes sorties de fonds. De plus, étant donné sa vocation avant-gardiste, il se peut que les ventes ne se réalisent que dans 10 ans, augmentant le risque de faillite de l'entreprise.

VOUS CONSEILLERIEZ A M. C DE PRODUIRE LE NOUVEAU PRODUIT SI LES CHANCES SA RÉUSSITE COMMERCIALE SONT D'AU MOINS:

4. M. D est chef de direction d'une PME d'envergure. Récemment, il s'est aperçu que la situation financière de l'entreprise était désastreuse et qu'il serait peut-être bon d'envisager la vente de plusieurs actifs. Cette liquidation assurerait la survie de la compagnie. Cependant, M. D croit que la situation économique s'améliorera d'ici peu. Si ses prévisions s'avèrent justes, l'entreprise possèdera les actifs nécessaires pour lui permettre de réaliser d'énormes bénéfices. Sinon, la compagnie devra fermer ses portes.

VOUS CONSEILLERIEZ A M. D D'ATTENDRE LA FIN DE LA RÉCESSION SI LES CHANCES QU'ELLE SE TERMINE D'ICI PEU SONT D'AU MOINS:

☐ 1/10☐ 3/10☐ 5/10☐ 7/10☐ 9/10

5. M. E occupe la présidence d'une entreprise qui jouit d'une très bonne image vis-à-vis le public. Dernièrement, une catastrophe écologique s'est produite à son usine. Les victimes proposent un règlement hors-cours de \$1,000,000. M. E croit que la faute ne peut lui être attribuée et songe à se présenter en cours. Cette action susciterait une importante publicité. De plus, si le jugement final le défavorisait, son entreprise pourrait payer une somme de \$2,000,000 et entraîner sa démission. Cependant, si le jugement venait à être en sa faveur, il n'aurait pas un sous à déboursier.

VOUS CONSEILLERIEZ A M. E DE SE PRÉSENTER EN COURS SI LES CHANCES QUE LE JUGEMENT SOIT RENDU EN SA FAVEUR SONT D'AU MOINS:

☐ 1/10☐ 3/10☐ 5/10☐ 7/10☐ 9/10

## ANNEXE 2

Instructions: Sauf indication contraire, pondérez les facteurs énoncés ci-bas selon qu'ils représentent pour votre entreprise une menace ou une opportunité. L'échelle varie de -3 (très grande menace) à +3 (très grande opportunité) 0 étant neutre (ni une menace ni une opportunité).

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Très grande menace	Grande menace	Menace	Neutre	Opportunité	Grande opportunité	Très grande opportunité

- 1) Que représente pour votre entreprise la période économique actuelle ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 2) Que représentent pour votre entreprise les facteurs climatiques tels les tempêtes de neige, les sécheresses, les variations de température, etc ... ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 3) Que représentent pour votre entreprise les tendances dans les habitudes de vie des gens (valeurs de la population, changements démographiques, style de vie des citoyens) ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 4) Que représentent pour votre entreprise les changements technologiques prévisibles ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 5) Que représentent pour votre entreprise les lois votées par le gouvernement pour réglementer votre industrie ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 6) Que représente pour votre entreprise la disponibilité de la matière première ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 7) Que représente pour votre entreprise la loyauté de la part des acheteurs vis-à-vis vos produits ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 8) Que représente pour votre entreprise l'accès que vous détenez sur vos canaux de distribution, par rapport à la concurrence ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

**Environnement international**

Si vous n'exportez pas, passez à la question no. 12

- 9) Que représentent pour votre entreprise les situations économiques internationales dans les régions du monde où vous exportez ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 10) Que représentent pour votre entreprise les facteurs climatiques affectant vos marchés à l'étranger ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 11) Que représentent pour votre entreprise les politiques économiques des gouvernements étrangers ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 12) Que représentent pour votre entreprise les tendances sociales et le style de vie de la population mondiale ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 13) Que représente pour votre entreprise l'ensemble des technologies utilisées dans votre industrie hors du Canada ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 14) Que représentent pour votre entreprise les clients d'autres pays ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 15) Que représentent pour votre entreprise les fournisseurs des autres pays ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 16) Que représente pour votre entreprise la concurrence internationale ?

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 17) Qui détient le plus de pouvoir lors des négociations pour les achats de vos matières premières ? Encerclez.

- i) Votre entreprise
- ii) Le fournisseur
- iii) Neutre

Pour votre entreprise cela signifie ...

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 18) Le capital financier requis par votre entreprise s'obtient-il aisément ? Encerclez.

oui

non

Pour votre entreprise cela signifie ...

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 19) Y-a-t-il eu, au cours des cinq dernières années, l'ajout de nouveaux concurrents ? Encerclez.

oui

non

Pour votre entreprise cela signifie ...

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 20) Est-ce que certains de vos concurrents ont laissé l'industrie? Encerclez.

oui

non

Pour votre entreprise cela signifie ...

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 21) Existe-t-il un ou des substituts à vos produits ? Encerclez.

oui

non

Pour votre entreprise cela signifie ...

-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
----	----	----	---	----	----	----

- 22) Parmi les avantages liés aux coûts de vos produits: Indiquez ceux qui vous sont profitables par rapport à la concurrence et vice versa. N'écrivez rien si les avantages mentionnés ne sont pas pertinents.

	Vous sur la concurrence	Avantages	La concurrence sur vous
1		Brevets détenus	
2		Contrôle d'une technologie propre	
3		Main-d'oeuvre spécialement habile	
4		Contrôle d'une source supérieure de matière première	
5		Expérience qui permet de fixer les coûts à un niveau plus bas	
6		Financement à coûts peu élevés	
7		Matière première peu coûteuse	
8		Possesssion d'un actif déprécié mais utile	
9		Source d'énergie peu coûteuse	
10		Main-d'oeuvre peu coûteuse	
11		Emplacement privilégié de l'usine	

23) Cette question comporte deux sous-questions:

Premièrement: Nous vous demandons de cocher les caractéristiques qui vous semblent importantes pour demeurer compétitif au sein de votre industrie.

Deuxièmement: Pour chacune des caractéristiques cochées, indiquez dans quelle mesure VOTRE ENTREPRISE y répond efficacement. Utilisez l'échelle ci-bas.

Très peu 1	Peu 2	Modérément 3	Efficacement 4	Enormément 5
---------------	----------	-----------------	-------------------	-----------------

Caractéristique	Sur quoi se fait la concurrence ? Cochez	Y répondez-vous efficacement ? Pondérez (1,2,3,4,5)
Service après vente		
Qualité/fiabilité du produit		
Prix		
Conditions de crédit		
Délai de livraison		
Image de marque		
Promotion et publicité		
Produit fabriqué sur mesure		
Effort des vendeurs		
Caractère stratégique du produit (pièce importante)		
L'adoption d'un autre produit entraînerait des conversions coûteuses pour le client		

## NOTES

1. BARTON, Sydney L., "The Corporate Strategy-Capital Structure Relationship in the Large Firm", Thèse de doctorat, Graduate School of Business, Indiana University, May 1985, 343 pages.
2. FAMA, Eugene et MILLER, Merton H., "The Theory of Finance", Hindsdale, Ill., The Dryden Press, 1972, pp. 69-75.
3. Un très bon résumé de l'approche traditionnelle se trouve dans; SRIVASTAVA, Radhey M., "Financial Decision Making: Text, Problems and Cases", 1984, pp. 877 et suivantes.
4. MODIGLIANI, Franco et MILLER, Merton H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review, June 1958, pp. 261-297.
5. Pour une élaboration complète voir; GAGNON, Jean M. et KHOURY, Nabil, "Traité de gestion financière", Troisième édition, Gaëtan Morin éditeur, 1987, pp. 471 et suivantes.
6. WESTON, Fred J., "What M&M have Wrought", Financial Management, Summer 1989, pp. 29-38.
7. MODIGLIANI et MILLER, "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, 53 June 1963, pp. 433-442.
8. Ibid., p. 434.
9. Un tableau concis qui peut servir de complément à cette recherche, voir WESTON, Fred J., (1989) p. 30.
10. COPELAND, Thomas E., and WESTON, Fred J., "Financial Theory and Corporate Policy", Third ed., Reading Mass., Addison Wesley, 1980, pp. 309 et suivantes.
11. BONESS, Thomas and FRANKFURTER, George M., "Evidence of Non-Homogeneity of Capital Costs Within Risk Classes", Journal of Finance, 32 June 1977, pp. 775-787.
12. Ibid., p. 786.

13. HAMADA, Robert S., "The Effect of the Firm Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks", *Journal of Finance*, 27 May 1972, pp. 435-452.
14. Ibid., p.451. L'approche traditionnelle prétend que les investisseurs ne demandent pas de hausse de leurs rendements lors d'une augmentation de la dette jugée non-risquée. Ainsi, selon cette approche, il ne devrait pas y avoir de variation du risque systématique au sein d'entreprises d'une même classe même si le levier financier diffère d'une firme à l'autre.
15. MASULIS, Ronald W., "The Effect of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *Journal of Finance*, 38 March 1983, pp. 107-126.
16. ROBICHEK, Alexander A., et al., "The effect of Leverage on the Cost of Equity Capital of Electric Utility Firms", *Journal of Finance*, 28 May 1973, pp. 353-372.
17. COPELAND et WESTON, "Financial Theory", p. 311.
18. Ibid., p. 314.
19. LUSZTIG, Peter et al., "Gestion financière", Edition du renouveau pédagogique, Ottawa, Canada, 1983, 970 pages. La citation se trouve à la page 482.
20. MODIGLIANI et MILLER, "Cost of Capital ...", p. 442.
21. ROSS, Stephen A., "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", *The Bell Journal of Economics*, 8 Spring 1977, pp. 23-40. Citation p. 24.
22. Ce passage est emprunté à l'article de GORDON, M. J., "Corporate Finance Under the MM Theorems", *Financial Management*, Summer 1989, pp. 19-28.
23. KIM, LEWELLEN et McCONNEL, "Financial Leverage Clientes", *J. of Financial Economics*, 7 March 1979, pp. 83-109.

24. Pris dans VAN HORNE p. 295. Provient de GLENN, David W., "Super Premium Security Prices and Optimal Corporate Financing Decisions", Journal of Finance, 31 May 1976.
25. VAN HORNE, p. 296.
26. BAXTER, Nevin D., "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", J. of Finance, 22 Sept. 1967, pp. 395-404.
27. KIM, E. Han, "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", J. of Finance, 33, March 1978, pp. 45-64.
28. BAXTER, p. 402.
29. KRAUS, Alan et LITZENBERGER, Robert H., "A State Preference Model of Optimal Capital Financial Leverage", J. of Finance, 28, Sept. 1973, pp. 911-922.
30. RUBENSTEIN, Mark E., "Corporate Financial Policy in Segregated Markets", J. of Financial and Quantitative Analysis, 8, December 1973, pp. 749-761.
31. KIM, "A Mean Variance ...".
32. WARNER, John, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", J. of Finance, 32, May 1977, pp. 337-347.
33. JENSEN, Michael C. et MECKLING, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", J. of Financial Economics, 3, 1976, pp. 305-360.
34. SURET, Jean M., "Facteurs explicatifs des structures financières des P.M.E. québécoises", L'Actualité économique, Revue d'analyse économique, vol. 60 no. 1, mars 1984, pp. 59-71.
35. SURET, 1984, p. 63.

36. KIM, Wi Saeng and SORENSEN, Eric H., "Evidence of the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", J. of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, June 1986, pp. 131-144.
37. AGRAWAL, Anup and MANDELKER, Gerson N., "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", J. of Finance, Vol. 42, no. 4, Sept. 1987, pp. 823-837.
38. CRUTCHLEY, Claire E. and HANSEN, Robert S., "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", Financial Management, Winter 1989, pp. 36-46.
39. SURET, Jean M. et GAGNON, Jean M., "Coûts d'agence, fiscalité et PME: Aspects théoriques et tests empiriques", Revue PMO, vol. 5 no. 2, 1989.
40. BARTON, Sydney L. and MATHEWS, Charles, "Small Firm Financing: Implication from a Strategic Management Perspective", J. of Small Business Management, January 1989, pp. 1-7.
41. KIM, LEWELLEN and McCONNELL, "Financial Leverage Clienteles", pp. 83-109.
42. Ibid., p. 84.
43. STIGLITZ, Joseph E., "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", J. of Public Economics, vol. 2 1973, pp. 1-34.
44. KIM, LEWELLEN and McCONNELL, "Leverage Clienteles".
45. MILLER, Merton H., "Debt and Taxes", J. of Finance, vol. 32 May 1977, pp. 261-275.
46. VAN HORNE, J, C., et al., p. 309.
47. COPELAND and WESTON, "Financial Theory and Corporate Policy", p. 314.

48. MILLER, "Debt and Taxes", p. 263.
49. Ibid., p. 264.
50. Ibid., p. 264.
51. MILLER, "Debt and Taxe", p. 272.
52. SEALEY, C. W., "Financial Planning with Multiple Objectives", Financial Management, Winter 1978, p. 17.
53. GRABOWSKI, H. G. and MUELLER, Dennis C., "Managerial and Stockholder Welfare Models of Firm Expenditures", Review of Economics and Statistics, 54, 1972, pp. 9-24. Citation p.22.
54. FINDLAY, Chapman M. and WHITMORE, G. A., "Beyond Shareholders Wealth Maximisation", Financial Management, Winter 1974, pp. 25-35.
55. HEMPEL, George H., "Teaching and research in Finance: Perceptions, Conflicts and the Future", Financial Management, Winter 1983, pp. 5-10. Citation p.9.
56. SCHWARTZ, Eli and ARONSON, Richard J., "Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure", J. of Finance, vol. 18 March 1967, pp.10-18.
57. SCOTT, David F., "Evidence on the Importance of Financial Structure", Financial Management, Summer 1972, pp. 45-50.
58. SCOTT, David F. and MARTIN, John D., "Industry Influence on Financial Structure", Spring 1975, pp. 67-73.
59. ERRUNZA, Vihang R., "Determinants of Financial Structure in the Central American Common Market", Financial Management, Fall 1979, pp. 72-79.
60. Ibid., p. 76.

61. FERRI, Michael G. and JONES, Wesley H., "Determinant of Financial Structure: A New Methodological Approach", J. of Finance, Vol. 34 June 1979, pp.631-644.
62. SULLIVAN, Timothy G., "Market Power, Profitability and Financial Leverage", J. of Finance, Vol. 29 December 1974, pp. 1407-1414.
63. GUPTA, Manak C., "The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies", J. of Finance, Vol. 24 June 1969, pp. 517-529.
64. Ibid., p. 522 et 523.
65. TOY, Norman et al., "A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector", J. of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9 November 1974, pp. 875-886.
66. REMMERS, George et al., "Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationnally", Financial Management, Summer 1974, pp. 24-32.
67. BELKAOUI, Ahmed, "A Canadian Survey of Financial Structure", Financial Management, Spring 1975, pp. 74-79.
68. MELLICHER, Ronald W. et al., "Industry Concentration, Financial Structure and Profitability", Financial Management, Fall 1976, pp. 48-53.
69. CARLETON, Willard T. and SILBERMAN, Irwin H., "Joint Determination Of Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis", J. of Finance, vol. 32 June 1977, pp. 811-821. Le passage se trouve à la page 818.
70. REMMERS et al., "Industry and Size ...", p. 32.

71. Pris dans MYERS, Stewart C., "The Capital Structure Puzzle", J. of Finance, vol. 39 July 1984, pp. 575-591. La citation se trouve en page 67.
72. BREADLEY, Richard A., "Principles of Corporate Finance", McGraw Hill Inc., 1988, p. 433.
73. ASQUITH, P. and MULLINS, D. W., "The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders Wealth", J. of Business, January 1983, pp. 77-96.  
  
MASULIS, R. W. and KORWAR, A.N., "Seasoned Equity Offerings", J. of Financial Economics, January 1986, pp. 91-118.  
  
MIKKELSON W. H. and PARTCH, M. M., "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", J. of Financial Economics, January 1986, pp. 31-60.
74. BASKIN, Jonathan, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", Financial Management, Spring 1989, pp. 26-35.
75. DIPCHAND, Cecil R. et GEORGE, Roy E., "The Cost of Bankruptcy", CA Magazine, July 1977, pp. 28-30.
76. McCONNELL, John J., and PETTIT, Richardson R., "Application of the Modern Theory of Finance to Small Business Firms", Small Business Finance, Jay Press Inc., 1983, pp. 97-126.
77. LEVIN, Richard L. and TRAVIS, Virginia R., "Small Company Finance: What the Books don't Say", Harvard Business Review, November-December 1987, pp. 30-32.
78. SURET, Jean-Marc, "Facteurs explicatifs des structures financières des PME québécoises", L'Actualité Économique, Revue d'analyse économique, vol. 60 no. 1, mars 1984, pp. 58-71.
79. ROLL, Hans R., "Small Firms Acces to Public Equity Financing", Small Business Finance, Jai Press Inc., 1983, pp. 187-238. Voir la conclusion en p. 231.

80. SURET, (1984), p. 68.
81. BRACKER, Jeffrey "The Historical Development of the Strategic Management Concept", Academy of Management Review, 1980, vol. 5 no. 2, pp. 219-224.
82. CHANDLER, A. D. "Stratégie et structure d'entreprise" Ed. d'organisation, 1972, M.I.T. Press, 1962. Les citations et les extraits de théories de Chandler proviennent de Jean C. Mathe voir citation suivante.
83. MATHE, Jean C., "Management stratégique: le point de vue sur la doctrine américaine" dans "Gestion stratégique et politique de l'organisation", BEAUFILS, Alain et GUIOT, Jean M., Gaëtan Morin éditeur, 1987, pp. 99-113.
84. ANSOFF, Igor "Corporate Strategy: An Analytic Approach to Growth and Expansion", New-York, McGraw Hill, 1965.
85. HOFER et al. "Strategic Management: A Casebook in Policy and Planning" second ed. (St-Paul, Minn.:West Publishing, (1984), p.6.
86. MATHE, Jean C., p. 104.
87. Les premiers développements de la théorie d'ANDREWS proviennent de "Business Policy: Text and Cases", Homewood, Ill: Richard D. Irwin, 1965.
88. MATHE, p. 100.
89. SCHENDEL, Dan E. et HOFER, Charles W. " Strategic Management: A New View of Business Policy and Planning", Little Brown Company, 1979, p. 10.
90. ANDREWS, Kenneth R., "The Concept of Corporate Strategy", p. 13.
91. ANREWS, p. 19.

92. JEMISSON, David R. "Contribution of Administrative Behavior to Strategic Management", Academy of Management Review, Vol. no. 4, 1981, pp. 633-642. Citation en page 635.
93. ANREWS, p. 70 et suivantes.
94. BARTON, Sidney L, et GORDON, Paul J., "Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure ?", Academy of Management Review, Vol. 12, no. 1, pp. 65-75. Citation p. 70.
95. FINDLAY, Chapman M. et WHITMORE, G. A., " Beyond Shareholder Wealth Maximisation", Financial Management, Winter 1974, pp. 25-35.
96. CARLETON, Willard T. et SILBERMAN Irwin R., "Joint Determination of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis", Journal of Finance, no. 3, June 1977, pp. 811-821.
97. WALKER, Ernest R. et Petty, William J., "Financial Differences Between Large and Small Firms", Financial Manangement, Winter 1978, pp. 61-68.
98. ERRUNZA, Vihang R., "Determinants of Financial Structure in the Central American Common Market", Financial Management, Autumn 1979, pp. 72-77. [p. 76].
99. CARLETON, William T., "An Agenda for More Effective Research in Corporate Finance", Financial Management, Winter 1978, pp. 7-9.
100. FARLEY, Gail, "A Behavioral Science Approach to Financial Research", Financial Management, Autumn 1980, pp. 15-22.
101. MELICHER, Ronald W. et RUSH, David F., "The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience", Journal of Finance 28, May 1973, pp. 381-388.

102. BARTON, Sidney L., "The Corporate Strategy-Capital Structure Relationship in the Large Firm", Doctoral Dissertation, Indiana University, May 1985.
103. BARTON, Sidney L. et MATHEWS, Charles H., "Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective", Journal of Small Business Management, January 1989, pp. 1-7.
104. BARTON et MATHEWS, p. 3.
105. VAN HORNE, James C., DIPCHAND, Cecil R. et HANRAHAN, Robert J., "Financial Management and Policy", Canadian Fifth ed., Prentice Hall Canada Inc., 1981.
106. STONEHILL et al., "Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries", Financial Management, Autumn 1975, 22-47.
107. Les PME au Québec, état de la situation, 1988, Gouvernement du Québec MICT, Publié par la direction des communications, 1988.
108. FINDLAY, Chapman M et WHITMORE, G. A., "Beyond Shareholder Wealth Maximisation", Financial Management, Winter 1974, 25-35.
109. ANDREWS, p. 14 et 15.
110. LEVIN, R.I. et TRAVIS, V.R., "Small Company Finance: What the Books don't Say", Harvard Business Review, November-December 1987, 30-32.
111. LEVIN et TRAVIS, p. 30.
112. TOULOUSE, Jean-Marie, "L'entrepreneurship au Québec", Montréal: Les presses HEC, Fides, 1979, p. 8.
113. WRIGLEY, Leonard "Divisional Autonomy and Diversification", Thèse non publié, Harvard Business School, 1968.

RUMELT, Richard P. "Strategy, Structure, and Economic

- Performance", Cambridge, Massachussets, Harvard University Press, 1974.
114. BARTON, Sydney L. et MATHEWS, Charles H., "Small firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective", Journal of Small Business Management, January 1989, p. 1-7.
  115. Pour un excellent résumé voir; BROCKHAUS, Robert "Entrepreneurship Folklore", Journal of Small Business Management, July 1987, p. 1 - 6.
  116. KOGAN, Nathan et WALLACH M. A. "Risk Taking", New-York:Holt Rinehart and Weston, 1964.
  117. BROCKHAUS, Robert H. "Risk Taking Propensities of Entrepreneurs", Academy of Management Journal, vol. 23, No. 3, 1980, 509-520.
  118. RAY, Dennis M. "Perceptions of Risk and New entreprise Formation in Singapore: An Exploratory Study", se retrouve dans Frontiers of Entrepreneurship Research, 1986, 119-145.
  119. Voir note 64 à la fin de la recherche.
  120. BETTIS, Richard A. "Performance Difference in Related and Unrelated Diversified Firms", Strategic Management Journal, vol. 2, April-June 1981. 379-393.
  121. BARTON et MATHEWS, "Small Firm Financing:..."
  122. SPENCE, Rick "A Name to Reflect your Dreams, not your Company Size", éditorial de Profit, November 1990, p. 3.
  123. BARTON, Sydney L. "Corporate Strategy ... ", p. 118.