

Déterminants de la décision de consolider les filiales de financement : le cas de la France

Denis Cormier, Paul André, Emmanuelle Charles-Cargnello¹

Résumé

Ces dernières années, le problème du financement hors bilan a été une préoccupation constante pour les organismes de normalisation de la comptabilité. L'objet de cette recherche est de comprendre les motivations des dirigeants d'entreprises par rapport à un certain type de financement hors bilan que constitue l'exclusion des filiales de financement du périmètre de consolidation. Nous étudions un échantillon de sociétés françaises cotées en Bourse pour lequel 39% des entreprises n'ont pas consolidé leurs filiales de financement. Cette pratique comptable est toujours permise dans plusieurs pays européens. Nos résultats montrent que le niveau d'endettement de l'entreprise, de même que sa taille et la structure de l'actionariat sont déterminants dans la décision d'exclure les filiales de financement du périmètre de consolidation.

Mots clés : Consolidation, filiales de financement, théorie politico-contractuelle de la comptabilité, financement hors bilan, coûts d'information.

¹ Université du Québec à Montréal, HEC-Montréal, Université de Pau.

Les deux dernières décennies ont vu une explosion dans la quantité d'instruments financiers utilisés par les entreprises. La constatation, la mesure et la présentation de ces instruments a été une des préoccupations constantes pour les organismes de normalisation de la comptabilité à travers le monde. Une importante préoccupation souvent mentionnée quant à la comptabilisation de ces instruments est le manque de divulgation appropriée des obligations considérables que les entreprises ont face à ces instruments. D'où la possibilité pour les entreprises de réduire les montants de dettes lors de la présentation de leur bilan. Cette pratique est connue sous le nom de financement hors bilan. Une des premières préoccupations au sujet de tels instruments énoncée par des organismes de normalisation de la comptabilité fut la capitalisation et la présentation de l'obligation sous-jacente des baux commerciaux qui sont, en réalité, plus des acquisitions financières. La comptabilisation actuelle des "swaps" et contrats à terme ne reflète pas toujours de façon exacte les obligations futures de ces instruments sur le bilan. Toutefois, une autre technique de financement hors bilan, celle qui nous intéresse, est la non-consolidation de certaines filiales de financement hautement endettées.

La formation de filiales pour financer les ventes des produits d'une entreprise, souvent appelées filiales de financement, est une technique de financement fréquemment utilisée par plusieurs entreprises manufacturières et commerciales. Bien que la pratique de consolidation des comptes de filiales soit courante depuis plus de 50 ans dans les pays anglo-saxons, la littérature faisant autorité en comptabilité permettait, jusqu'à récemment, l'exclusion de certains types de filiales dans la consolidation. Les filiales de financement ont été les plus fréquentes et la plus importante exception en consolidation.¹

Le choix de consolider ou non les filiales de financement a un impact important sur plusieurs comptes dans les états financiers et sur des ratios financiers clés tels que le rendement sur les investissements et l'effet de levier. Notre recherche analyse les déterminants du choix de ne pas consolider des filiales de financement de la part des entreprises françaises même après l'adoption de règles plus rigoureuses par l'IASC. La théorie positive de la comptabilité ainsi que la théorie des "stakeholders" (partenaires) permettent d'obtenir une meilleure compréhension des avantages de méthodes comptables excluant de grandes sommes de passifs des bilans. Les résultats montrent que le niveau d'endettement, la taille des entreprises et la structure de propriété influencent la décision d'inclure ou d'exclure les filiales de financement de la consolidation.

La recherche est organisée comme suit. La prochaine section décrit le choix de comptabilité pour les filiales de financement et donne un bref aperçu sur les études faites sur le sujet. La seconde section s'adresse à la motivation de l'étude. Dans la troisième section, le plan de la recherche est présenté. La section suivante traite des modèles empiriques. Dans la cinquième section, les résultats sont présentés et la sixième section donne un résumé et une conclusion.

1. La comptabilisation des filiales de financement

Un des principaux objectifs de la comptabilité est de mesurer la richesse et la variation de la richesse d'entreprises spécifiques et d'entités séparables. Une première étape consiste à

¹ D'autres exemples d'exceptions sont les filiales engagées dans les baux commerciaux, l'immobilier et l'assurance.

définir l'entité comptable afin d'établir le domaine de la comptabilité. Il y a des circonstances où la définition de l'entité comptable et le choix des pratiques comptables ne sont pas évidents. C'est le cas pour les entreprises qui choisissent de créer des filiales afin de poursuivre diverses activités commerciales. En effet, certaines firmes agissent en tant qu'entreprises de gestion (*holding*) où la majorité de leurs actifs sont des investissements dans leurs filiales.

Nous devons alors choisir la pratique comptable adéquate pour de telles filiales. Une première méthode est la méthode de la valeur d'acquisition qui représente l'investissement dans la filiale comme actif à long terme comptabilisé au coût d'acquisition. Ensuite, les dividendes déclarés par la filiale sont comptabilisés comme produits dans l'état des résultats. Cependant, cette simple pratique comptable fournit peu d'information sur les activités et résultats de la filiale puisque les actifs, les passifs, les produits et les charges ne sont pas présentés dans les états de la société mère. De plus, cette méthode ne mesure pas le changement de valeur des actifs nets de la filiale et le chiffre de produits de la société mère peut varier tout simplement avec les dividendes payés par la filiale, bien que la société mère puisse influencer la politique de dividende. Pour toutes ces raisons, cette méthode a été rejetée étant une façon inadéquate de divulguer les investissements d'une entreprise dans une filiale.

La seconde méthode, qui a été développée au début du siècle au Royaume Uni et en Amérique du Nord, est celle des états financiers consolidés. La consolidation intégrale consiste essentiellement en l'addition de tous les comptes de la filiale à ceux de la société mère tout en apportant certains ajustements pour les transactions intersociétés et la part des actionnaires minoritaires ou sans contrôle. Il existe une troisième méthode qui s'appelle la méthode de la valeur de consolidation (mise en équivalence). Cette méthode présente simplement un compte de placement à long terme au bilan de la société mère, mais contrairement à la méthode de la valeur d'acquisition, les variations dans les actifs de la filiale y sont reflétées dans ce compte et les revenus de la société mère engendrés par cet investissement représente sa part dans le bénéfice net de la filiale. Cette méthode donne des résultats identiques à ceux de la consolidation intégrale. C'est-à-dire, l'actif net et le bénéfice net de la société mère sont les mêmes sous la méthode de la valeur de consolidation et la consolidation intégrale. Toutefois, beaucoup d'informations sont perdues avec la méthode de la valeur de consolidation puisque les comptes individuels de la filiale ne sont pas ajoutés aux comptes de la société mère mais sont regroupés dans un compte de placement au bilan et dans un compte individuel de revenus au compte de résultats. Ainsi, l'utilisation de la méthode de la valeur de consolidation pour comptabiliser les filiales réduit la quantité de dettes présentée dans les comptes du groupe et est ainsi une forme de financement hors bilan.

2. État de la question

Le débat sur la pratique comptable à adopter pour les filiales dure depuis des années en Amérique du Nord et dans les pays européens. Les changements dans les normes américaines en 1987 (SFAS 94) suivis par IAS 27 en 1989 ont grandement réduit les cas acceptables d'états financiers non-consolidés. Cependant, la septième directive de la Communauté Européenne (CE) permet encore l'exclusion de filiales si elles sont dans des industries suffisamment différentes ou si la consolidation était extrêmement coûteuse ou nécessiterait des délais injustifiés pour la production des rapports (Pourtier, 1996; Raffournier, 1996 ; Choi, 1991). Également, en plus du critère de la différence dans l'industrie, l'organisme de

contrôle de la comptabilité française, le Conseil National de la Comptabilité (CNC), permet également l'exclusion de filiales lorsque la consolidation intégrale ne fournirait pas "une image fidèle" de la situation.

Cette exception fut utilisée le plus souvent exclure du périmètre de consolidation les filiales de financement. Le *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA, 1978) définit une filiale de financement comme une filiale ayant pour objet de (1) acheter les comptes à recevoir des affiliés, (2) financer la vente de produits des affiliés ou (3) fournir le financement dans certaines situations à des parties non liées. Les exemples en France incluent Peugeot, Pinault-Printemps et France Télécom. Les filiales de financement sont fréquemment sous-capitalisées et leurs dettes sont souvent garanties par la société mère.

La consolidation ou non-consolidation (utilisation de la méthode de la valeur de consolidation) d'une filiale de financement peut grandement modifier les résultats divulgués par la société mère. Par conséquent, ce choix comptable a un impact sur plusieurs comptes dans les états financiers mais aussi sur certains ratios financiers clés tel le rendement sur investissements et l'effet de levier comme celui de la dette/fonds propres. Le fait d'interdire l'exclusion des filiales de financement du périmètre de consolidation peut amener des changements organisationnels tels la " désaffiliation " de filiales ; la création de groupes de filiales dans lesquelles aucun investisseur n'a le contrôle majoritaire ; la création de holdings fermés pour les filiales de financement ; la suppression de filiales de financement en faveur d'une gestion des risques différente ; et des changements dans le format des états financiers.

La plupart des études menées sur le choix comptable en matière de filiales de financement ont été concentrées sur les besoins de l'utilisateur et sur les effets de la non-consolidation. Ces dernières ont été essentiellement descriptives. Foster (1986) remarque que les analystes financiers et les agences de crédit sont préoccupés par les aspects du financement hors bilan de filiales de financement non-consolidées ce qui leur donne énormément de difficultés pour évaluer les ratios financiers. L'analyse des activités de financement hors bilan et les difficultés d'interpréter les résultats des filiales non homogènes demeurent d'intérêt et sont discutées dans les manuels d'analyse des états financiers les plus utilisés, comme White, Sondhi and Fried (1998). Alors que les analystes procèdent généralement des ajustements pour tenir compte du financement hors bilan, d'autres l'ignorent tout simplement. De plus, Foster remarque que peu de chercheurs ont traité de la question et que la plupart des modèles d'évaluation de crédit n'ont pas incorporé cet aspect dans leurs modèles d'évaluation. En ce qui concerne les motifs qu'ont les dirigeants d'adopter ces techniques de financement hors bilan, Foster constate qu'ils sont divers (partage du risque, gestion des données comptables), mais une analyse détaillée est nécessaire.

Burnett *et al.* (1979), Benis (1979), Livnat et Sondhi (1986), Copeland et McKinnon (1987), Mohr (1988), Heian et Thies (1989) et Mian et Smith (1990) ont tous démontré que la non-consolidation des filiales de financement a un impact considérable sur les comptes présentés par la société mère aux États-Unis. André (1990) présente des résultats similaires pour le Canada. En comparant les résultats non-consolidés reportés avec les états consolidés pro forma, ces études montrent que les "non-consolidateurs" affichent de meilleurs ratios de dette/équité, de rendement sur investissements et de rotation des comptes clients. De plus, une étude des filiales de financement elles-mêmes, montre qu'elles ont des ratios de comptes clients/actif et de dette/fonds propres élevés. Dans ce contexte, nous analyserons, dans le cadre de la théorie positive de la comptabilité, les déterminants de la non-consolidation des filiales de financement et, par conséquent, la préférence pour les techniques de financement

hors bilan. Si cette préférence pour le traitement hors bilan de filiales de financement peut être expliquée dans le cadre de la théorie des choix comptables, ceci voudra dire que les normes des organismes comptables, plus particulièrement l'IASC, ont utilisé la bonne approche en adoptant la reconnaissance et la mesure de tous les instruments financiers (IASC 39, 1999).

Mian et Smith (1990) et André et Cormier (1999) ont analysé les déterminants de la décision de consolider les filiales de financement aux États-Unis et au Canada, respectivement, avant les nouvelles règles comptables qui empêchent de telles pratiques. Alors que les résultats canadiens montrent que le niveau d'endettement, la taille des entreprises, la structure de propriété et l'étendue des activités de crédit influencent la décision de consolidation, les résultats de recherches américaines indiquent que la décision de consolidation dépend aussi du niveau de dépendances opérationnelles, financières et informationnelles entre la société mère et la filiale. La recherche actuelle examine le contexte particulier des entreprises françaises. Comme il en sera discuté, le contexte institutionnel et l'environnement économique (surtout concernant la structure de propriété et les contrats de financement) justifient une attention particulière au cas de la France.

3. Le plan de la recherche

Nous présentons brièvement sur les hypothèses basées sur la théorie positive de la comptabilité : l'hypothèse de la dette et celle des coûts politiques.

L'hypothèse de la dette

Il se dégage de plusieurs études anglo-saxonnes (Labelle, 1990 ; Defond et Jimbalvo, 1994 ; Sweeney, 1994) que l'existence d'engagements contractuels dans les contrats de dette qui imposent des restrictions sur l'effet de levier peut influencer le choix de pratiques comptable par l'entreprise. Gazzar *et al.* (1988) fournit la preuve de l'utilisation de financement hors bilan au moyen de baux afin de détourner les restrictions contractuelles financières. Cependant, en ce qui concerne la France, il est moins courant de trouver des contrats de dettes incluant des engagements contractuels formels (Dumontier *et al.*, 1988). Néanmoins, le niveau de dette a un impact sur le coût de financement au-delà des coûts explicites reliés à l'infraction d'engagements contractuels.

Donc, *ceteris paribus*, plus le ratio d'endettement d'une entreprise est élevé, plus grande est la probabilité qu'une entreprise opte pour des mesures comptables qui améliorent l'évaluation du degré de risque découlant de l'effet de levier financier de l'entreprise et de sa solvabilité à long terme. La non-consolidation des filiales de financement a l'effet d'exclure des montants importants de dette des états financiers consolidés puisqu'elles sont généralement hautement endettées.

Hypothèse 1 (H1): Plus l'entreprise est endettée, plus grande est la probabilité que les dirigeants choisissent de ne pas consolider leurs filiales de financement.

L'hypothèse des coûts politiques

La pression politique est documentée comme une importante influence sur les choix comptables de l'entreprise. L'investigation gouvernementale de concentration corporative est un exemple intéressant d'intervention suite à une vague de fusions et acquisitions. Dans un contexte de coûts politiques, Jones (1991) aux États-Unis et Magnan *et al.* (1999) au Canada

documentent que les entreprises qui demandent à la *Industrial Trade Commission (ITC)* d'enquêter à propos de l'aide à l'importation accordée à leurs concurrents étrangers ont tendance à minimiser leurs résultats. De la même manière, Cahan (1992) remarque que les entreprises sous enquête antitrust réduisent leurs bénéfices en gérant leurs "accruals". Rayburn et Lenway (1992) obtiennent également la preuve qu'un événement politique, dans ce cas une investigation de l'ITC de l'industrie de la fabrication des semi-conducteurs, conduit les entreprises à gérer les résultats afin de modifier la tendance prévue et à augmenter les dépenses discrétionnaires afin de réduire les bénéfices courants.

Plusieurs études ont utilisé la taille de l'entreprise comme variable de substitution pour les coûts politiques, par exemple, Bowen *et al.* (1981) pour la capitalisation des coûts d'intérêts, Daley et Vigeland (1983) quant aux dépenses de recherche et de développement et Cormier et Morard (1991) pour les états financiers à la valeur actuelle.

Par conséquent, *ceteris paribus*, plus la pression politique est grande, telle que mesurée par la taille de l'entreprise, plus grande est la probabilité que l'entreprise choisisse des pratiques comptables diminuant les revenus, stabilisant les résultats ou diminuant le niveau d'actifs ou de ventes. La non-consolidation des filiales de financement diminue le niveau des actifs et le chiffre d'affaires consolidés.

Hypothèse 2 (H2): Plus l'entreprise est grande en taille, plus grande est la probabilité que les dirigeants choisissent de ne pas consolider leurs filiales de financement.

Les coûts exclusifs reliés à l'information

En France, les sociétés sont souvent détenues par une famille ou des investisseurs institutionnels plutôt que par un seul entrepreneur. De plus, le pourcentage d'entreprises ouvertes est très petit. Par exemple, parmi les entreprises françaises cotées en bourse en 1991, seulement 21 % des propriétés étaient ouvertes comparé à 84 % au Royaume Uni (Franks et Mayer, 1997).

Il ressort des recherches antérieures que les coûts d'information influencent potentiellement la divulgation corporative. Par exemple, Grossman (1981) et Milgrom (1981) prétendent qu'il y a une asymétrie d'information considérable entre les investisseurs et les dirigeants. Dans l'absence d'informations crédibles, les investisseurs ont tendance à supposer le pire et font baisser le prix des actions dans l'absence de divulgation maximale de la part des dirigeants. Cependant, au lieu de réagir passivement au manque d'information, les investisseurs peuvent choisir de recueillir et d'analyser les données en privé. Puisque la collecte rassemblement confidentiel d'informations supplémentaires est coûteuse, ceci est uniquement entrepris par les investisseurs ayant les ressources nécessaires (temps et argent) et pouvant compter sur un résultat payant (bénéfices > coûts), poussant les investisseurs non informés en dehors du marché. De plus, la divulgation additionnelle influence le risque perçu d'une entreprise et par conséquent, son coût de capital, surtout pour les entreprises hautement endettées (Cormier et Magnan, 1999). Une telle divulgation atténue le besoin des investisseurs de recueillir en privé l'information sur les attributs ou caractéristiques de risque de l'entreprise.

Dans les cas d'une entreprise fermée, détenue par un individu ou une famille, il est probable qu'il y a moins de pression à divulguer publiquement l'information puisqu'elle est déjà disponible pour l'actionnaire important. Scott (1994) indique également que l'existence de propriétaires importants atténue les coûts d'information. Ainsi, la propriété d'une entreprise

fermée est prédite comme étant négativement reliée à la consolidation des filiales de financement. D'autre part, les entreprises contrôlées par le dirigeant auraient tendance à divulguer l'information reliée aux filiales de financement afin d'éviter d'envoyer un signal négatif au marché.

Cependant, puisque l'ampleur de la relation peut ne pas être la même pour tous les types de propriété, trois variables distinctes sont utilisées. Par exemple, les investisseurs institutionnels sont généralement plus diversifiés puisqu'ils détiennent un portefeuille d'entreprises ce qui n'est pas nécessairement le cas pour les entreprises familiales (Agrawal et Knoeber, 1996). Les variables sont définies comme suit :

CONOWNER si plus de 20 % des droits de vote sont détenus par un entrepreneur ou par une autre entreprise, alors 1, sinon 0 ;

FAMOWNER si plus de 20 % des droits de vote sont détenus par une famille alors 1, sinon 0 ;

INSTOWNER si plus de 20 % des droits de vote sont détenus par un groupe institutionnel alors 1, sinon 0.

Puisque des parties avec avantages informationnels, tels les groupes possédant des blocs considérables d'actions, peuvent essayer d'empêcher la divulgation d'information (Diamond, 1985), l'hypothèse suivante de coûts d'information est mise à l'épreuve.

Hypothèse 3 (H3): la probabilité que les dirigeants choisissent de consolider leurs filiales de financement est associée de façon négative à la propriété d'actionnaires importants (contrôle institutionnel, familial et concentré).

Autres variables

(i) Le ratio d'effet de levier et la propriété

Bien que le niveau d'endettement soit un facteur important dans la décision de consolider les filiales de financement, il sera probablement conditionné par la structure de propriété. Par exemple, les entreprises contrôlées par le dirigeant (contrôle diffus) peuvent percevoir les coûts d'information comme moins importants plus la dette diminue, ou les entreprises familiales peuvent décider de garder l'information confidentielle que l'entreprise soit hautement endettée ou non.

Trois différents termes d'interaction contrôleront la structure de propriété : (1) la dette multipliée par la variable de la propriété concentrée CONOWNER ; (2) la dette multipliée par la variable de la propriété familiale FAMOWNER ; et (3) la dette multipliée par la variable de propriété institutionnelle INSTOWNER. Ainsi, nous définissons une entreprise comme ayant un grand nombre d'actionnaires si aucun investisseur ne détient plus de 20 % des actions votantes. Étant donnée la difficulté de prédire la nature des compromis entre les coûts d'information et les coûts de la dette, les résultats de ces conditions d'interaction demeurent une question empirique.

(ii) Cotation à une bourse étrangère

Copeland et McKinnon (1987) suggèrent, à partir de théories économiques et organisationnelles, d'autres variables pouvant expliquer les choix comptables d'une entreprise telles la Bourse où les actions de l'entreprise sont échangées et la propriété étrangère. Puisque la comptabilité anglo-saxonne ne permet pas l'exclusion des filiales de financement de la consolidation, le fait qu'une entreprise française soit cotée en Bourse aux États-Unis ou en Angleterre influencerait probablement les procédures comptables et dans ce cas influencerait positivement la décision de consolider les filiales de financement.

FL si les actions sont cotées à une Bourse américaine ou anglaise alors 1, sinon 0.

(iii) La propriété étrangère

Nous considérons la présence d'influence étrangère (plus de 20 % des actions votantes sont détenues par des étrangers) comme ayant un impact sur les choix comptables et affecte de façon positive la décision de consolider les filiales de financement. Nous définissons les variables suivantes :

FI s'il y a une présence d'influence étrangère (plus de 20 % de propriété étrangère) alors 1, sinon 0.

4. Les modèles empiriques

Notre modèle multivarié est un modèle où la variable dépendante est dichotome de nature (variable dépendante qualitative ou modèle de choix binaire). Pour évaluer le modèle, nous utiliserons une technique "logit" (voir, entre autre, Amemiya 1981).

1) *Le modèle de base*

Nous pouvons exprimer notre modèle de base comme suit :

$$\text{CHOIX}_i = b_0 + b_1\text{FI}_i + b_2\text{FL}_i + b_3\text{LTDEBT}_i + b_4\text{FAMOWNER}_i + b_5\text{INSTOWNER}_i + b_6\text{CONOWNER}_i + b_7\text{LNASSETS}_i + e_i$$

Où CHOIX = 1 si la filiale de financement est consolidée (C)
0 si la filiale de financement n'est pas consolidée (NC)

FI: Influence étrangère (1 : présence, 0 : absence)

FL: Cotation à une Bourse américaine ou anglaise (1 : oui, 0 : non)

LTDEBT: Dette financière à long terme sur la valeur marchande de l'équité

CONOWNER: Propriété concentrée

INSTOWNER: Propriété institutionnelle

FAMOWNER: Propriété familiale

LNASSETS: Logarithme naturel des actifs totaux

2) *Le modèle révisé*

Afin d'examiner plus à fond l'hypothèse de dette, nous introduisons les trois variables d'interaction.

Nous pouvons exprimer notre modèle révisé comme suit :

$$\text{CHOIX}_i = b_0 + b_1\text{FI}_i + b_2\text{FL}_i + b_3\text{LTDEBT}_i + b_4\text{FAMOWNER}_i + b_5\text{INSTOWNER}_i + b_6\text{CONOWNER}_i + b_7\text{LTDEBT}*\text{FAMOWNER} + b_8\text{LTDEBT}*\text{INSTOWNER} + b_9\text{LTDEBT}*\text{CONOWNER} + b_{10}\text{LNASSETS} + e$$

La sélection d'un échantillon

Dans nos recherches, la décision de consolider ($C = 1$) ou de ne pas consolider ($NC = 0$) indique une préférence dans les états financiers de la part des dirigeants et servira de variable dépendante. Premièrement, l'échantillon a été sélectionné à partir de la publication française *DAFSA-Annuaire des sociétés cotées*. Lorsqu'une entreprise a une filiale de financement, ceci est mentionné dans la publication. De plus, les filiales de financement ont été identifiées sur la liste des filiales énumérées dans le rapport annuel. L'échantillon est composé de 39 entreprises non-financières à partir de 9 industries différentes (voir le tableau 3) cotées à la Bourse de Paris (*Règlement mensuel*) qui avaient des filiales de financement pendant une période de 8 ans, de 1990 à 1997. L'échantillon total est de 274 observations entreprises/années, 185 consolidateurs et 89 non-consolidateurs. Les données financières ont été recueillies à partir de rapports annuels. L'information concernant la propriété et l'influence étrangère a été recueillie à partir de la DAFSA, de rapports annuels et de MOODY'S INTERNATIONAL.

5. Les résultats

Les statistiques descriptives et univariées

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives. La taille des non-consolidateurs est beaucoup plus grande en moyenne que celle des consolidateurs alors que le ratio moyen de levier des non-consolidateurs est également légèrement plus élevé. Remarquons qu'une des limitations de cette étude est notre incapacité de transformer des consolidateurs en un niveau non-consolidé afin de comparer les niveaux précédant la décision de consolider. Les données fournies par les entreprises françaises sont beaucoup plus limitées que celles fournies par les entreprises nord-américaines en guise de notes de bas de pages quant aux activités de leurs filiales de financement. Cependant, étant donné que le niveau d'actif non-consolidé et le niveau de dette sont inférieurs *ceteris paribus*, ceci biaise nos résultats vers le rejet de nos diverses hypothèses. Même après avoir pris en compte cette limitation, les résultats dans le tableau 1 soutiennent H1 et H2.

Le tableau 2 présente les tables de fréquences pour les variables discrètes. Celles-ci indiquent que les entreprises NC sont moins susceptibles d'être sous influence étrangère (7 des 89 observations NC) ou d'être cotées à une bourse américaine ou anglaise étrangère (15 des 89 observations NC). De plus, les entreprises sous contrôle familial sont moins susceptibles d'être consolidées étrangère (47 des 89 observations NC) (hypothèse H3).

Les différences d'industries sont décrites dans le tableau 3 et tendent à soutenir en grande partie les hypothèses 1 et 2 (le niveau d'endettement et les coûts politiques). Les seules exceptions sont l'industrie de transport (H3) et les biens et services de consommation (H1).

La matrice de corrélation présentée dans le tableau 4 n'indique aucun problème potentiel de multicollinéarité (pas de corrélation plus élevée que 37 % pour les variables utilisées dans les modèles multivariés). La décision de consolider les filiales de financement a une corrélation négative avec la variable taille (-0,272), le niveau de dette (-0,136 pour la valeur aux livres de la dette et -0,333 pour la dette estimée à la valeur marchande) et la propriété familiale (-0,15). Encore une fois, ceci tend à soutenir H1, H2 et H3. L'influence de propriété étrangère est

encore présente dans la décision d'inclure ou d'exclure les filiales de financement de la consolidation (0,132).

L'analyse multivariée

Le modèle de base

Les résultats sont présentés dans le tableau 5, panel A. Ceux-ci indiquent que les variables : niveau d'endettement (H1) ($p \leq 0,014$) et taille (H2) ($p \leq 0,082$) sont significatives et que le modèle est bien spécifié (R-carrés et F statistique). Nous avons choisi les tests de maximum de vraisemblance, Cox et Snell R-Square ainsi que Nagelkerke R-Square.¹ Ces deux mesures indiquent une bonne spécification du modèle. Le modèle prédit le choix comptable dans 67,15 % des cas. Les résultats des modèles de base et révisé utilisant les valeurs marchandes estimées pour la dette (panels B) sont discuté ci-dessous.

Le modèle révisé

Les résultats du modèle révisé sont présentés dans le tableau 6, panel A. Le modèle semble bien spécifié (R-carrés et F statistique). Une fois de plus, nous présentons les tests de maximum de vraisemblance de Cox et Snell R-Square ainsi que de Nagelkerke R-Square, respectivement 301,51; 14,8 % et 20,7 %. Ces deux mesures indiquent un bon un bon pouvoir de classement avec 71,53 % des observations classées dans le bon groupe.

On peut voir que les variables d'interaction ajoutent au pouvoir d'explication (R-carrés 14,8 % et 20,7 % comparé à 6,3 % et 8,8 % dans le modèle de base). Le niveau de dette a un effet différent sur la décision de consolider selon la propriété. Pour la propriété familiale, l'effet du niveau d'endettement à lui seul est (-10,63 + 11,66) multiplié par LTDEBT. C'est à peu près le même pour la propriété concentrée. Ainsi, le niveau de dette n'est pas un facteur pouvant influencer la décision de consolider pour les entreprises contrôlées par le dirigeant et les entreprises familiales. Or, le niveau d'endettement est un facteur important pour la propriété institutionnelle (-10,63 + 7,507) et encore plus pour la propriété ouverte (-10,63 coefficient de LTDEBT). On doit remarquer que le niveau d'endettement des entreprises familiales est nettement inférieur à celui des entreprises contrôlées par le propriétaire (valeur aux livres de la dette à long terme/valeur de marché des capitaux propres : 30 % comparé à 85 %)². Ceci est comparable aux résultats obtenus par Charreaux (1997) dans une étude de 106 entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris et peut expliquer le manque d'influence de la dette pour la décision de consolidation pour ces entreprises.

Cependant, la structure de propriété en elle-même affecte la décision de consolider, surtout pour les entreprises dont le contrôle est concentré. Il semblerait que FAMOWNER ($p \leq 0,001$), CONOWNER ($p \leq 0,018$) et INSTOWNER ($p \leq 0,064$) ont tendance à exclure les filiales de financement de la consolidation, indépendamment du niveau d'endettement. Ceci confirme notre prédiction (H3) ; dans des situations d'entreprises avec propriétaires importants, il y a moins de pression de divulguer l'information étant déjà disponible pour l'actionnaire dominant. L'hypothèse des coûts politiques (H2) est confirmée comme dans le modèle de base.

L'analyse de sensibilité

¹Pour une discussion plus détaillée sur les mesures de "fit", voir Amemiya (1981)

²Le ratio de la dette (valeur aux livres de la dette) est de 50 % pour la propriété institutionnelle et de 45 % pour les entreprises contrôlées par le propriétaire. Quand le ratio est ajusté pour la valeur marchande de la dette, nous obtenons 64 % pour la propriété ouverte, 25 % pour la propriété familiale, 39 % pour la propriété institutionnelle et 36 % pour les entreprises contrôlées par le propriétaire.

Le ratio de dette et les données comparatives de consolidateurs/non-consolidateurs

Tel que discuté précédemment, afin d'obtenir des ratios de dette comparables, sans tenir compte de la décision de consolider ou non les filiales de financement, nous devrions calculer les données pro forma pour le groupe de non-consolidation. Cependant, puisque les données ne sont pas disponibles, nous allons néanmoins tenter d'estimer le ratio de dette à la valeur de marché en utilisant la procédure suivante.

L'approche, qui découle de l'identité comptable, a été utilisée dans des recherches antérieures (Beaver *et al.*, 1989 ; Landsman, 1986 ; Harris et Olshon, 1987, 1990 ; Barth et McNichols, 1994). Il est possible d'évaluer la valeur marchande des actifs et passifs en utilisant les données comptables dans le modèle suivant :

$$\text{Capitaux propres} = \text{Actifs} - \text{Passifs}$$

$$\text{La valeur de marché (VM) des capitaux propres} = \text{VM (Actifs)} - \text{VM (Passifs)}$$

$$\text{Prix de l'action} = \frac{\text{VM (Actifs)}}{\text{nombre d'actions}} - \frac{\text{VM (Passifs)}}{\text{nombre d'actions}}$$

Le modèle empirique est donc comme suit :

$$\text{VM(ÉQUITÉ)}_{i,t} =$$

$$\text{NOMBRE D'ACTIONNS}$$

$$\beta_0 + \beta_1 * (\text{FONDS DE ROULEMENT NET} + \text{ACTIFS LONG TERME})_{i,t} +$$

$$\text{NOMBRE D'ACTIONNS}$$

$$\beta_2 * (\text{DETTE FINANCIÈRE LONG TERME})_{i,t}$$

$$\text{NOMBRE D'ACTIONNS}$$

L'estimation du coefficient de la variable de la dette à long terme sera utilisée pour estimer le ratio de l'équité de la dette à la valeur marchande. Deux régressions sont estimées, une pour le sous-échantillon des non-consolidateurs et une pour les consolidateurs. Les résultats des régressions sont maintenant présentés :

Consolidateurs: (R-carré ajusté 31,1 %, $p \leq 0,000$)

Prix de l'action = 407,94 + 0,658 (Fonds de roulement net + Actifs à long terme) – 0,715 (Dette financière à long terme)

Non-Consolidateurs: (R-carré ajusté 6,5 %, $p \leq 0,000$)

Prix de l'action = 402,12 + 1,142 (Fonds de roulement net + Actifs à long terme) – 1,102 (Dette financière à long terme)

De ce processus, nous allons ajuster le ratio de la dette en multipliant la dette financière à long terme par 0,715 pour les entreprises consolidées et par 1,102 pour les non-consolidateurs. Les résultats de la régression "logit" avec la dette long terme ajustée pour le marché sont présentés dans les tableaux 5 et 6, panel B. Même si les R-carrés ont presque doublés comparé au processus précédent (Cox et Snell R-Square à 15,0 % et Nagelkerke R-Square à 20,9 % comparé à 5,4 % et 7,5 % pour le modèle de base et, Cox et Snell à 23,3 % et Nagelkerke R-Square à 32,5 % comparé à 14,8 % et 20,7 % pour le modèle révisé), les seules différences considérables concernent la variable FI (influence étrangère) qui est maintenant importante dans le modèle de base ($p \leq 0,086$).

L'effet de la taille

En ce qui concerne le ratio de dette, afin d'obtenir des données comparables entre les consolidateurs et les non-consolidateurs, nous devrions calculer les données pro forma pour le groupe de non-consolidateurs. En tant qu'analyse de sensibilité, nous avons calculé le log naturel des actifs en utilisant le même processus mentionné plus haut. Les actifs ont été multipliés par 0,658 pour les consolidateurs et par 1,142 pour les non-consolidateurs. Les résultats non présentés dans ce document sont presque identiques à ceux fournis dans le Panel B des tableaux 5 et 6 à part pour deux variables : FL (cotées aux É.-U. ou en Angleterre) et LNASSETS qui sont maintenant importants dans le modèle de base ainsi que dans le modèle révisé (pour FL $p \leq 0,026$ pour le modèle de base et $p \leq 0,050$ pour le modèle révisé ; pour LNASSETS $p \leq 0,000$ pour les deux modèles).

L'effet du temps

Parce que les observations sont recueillies pendant 8 ans, il est important de tenir compte du biais que pourrait causer l'effet temporel (l'autocorrélation des résidus dans le temps). Une approche bien connue consiste à isoler l'effet temporel en utilisant des variables binaires pour les années. Une régression logistique temporelle en coupe instantanée a été effectuée, avec sept variables année (1992,...,1997) permettant à la constante d'être propre à une année. Les résultats de ce processus sont similaires à ceux présentés dans les tableaux 5 et 6.

L'effet de l'entreprise

Puisqu'il y a plus de consolidateurs que de non-consolidateurs (185 observations comparées à 89 observations), une régression temporelle en coupe instantanée peut artificiellement donner trop d'importance à un groupe. Nous avons effectué une régression "logit" sur un échantillon limité, en gardant les observations de la dernière année pour chacune des 39 entreprises. À cause de la taille plutôt petite de l'échantillon, nous avons enlevé de la régression les variables qui n'étaient pas statistiquement significatives. Trois variables étaient significatives en expliquant le choix de consolider les filiales de financement. Les résultats (non présentés) démontrent que le niveau de dette (H1)¹ ($p \leq 0,033$), la variable des coûts politiques (H2) ($p \leq 0,020$) et la propriété familiale (H3) ($p \leq 0,036$) sont toujours significatifs.

L'effet du choix IAS/US GAAP

¹Le coefficient pour la valeur aux livres de la dette long terme n'était pas significatif. Résultats disponibles sur demande

Pour de présentation de leurs comptes consolidés, certaines entreprises françaises choisissent d'utiliser les normes IAS ou encore les normes américaines du Financial Accounting Standards Board (*US GAAP*). Seize des trente neuf entreprises de notre échantillon ont fait ce choix. Il faut noter que certaines entreprises consolidaient les comptes de leur filiale de financement avant l'adoption de normes internationales comme il existe des entreprises utilisant les normes IAS/US GAAP qui ne consolident toujours pas leur filiale de financement malgré l'exigence IAS/US GAAP de le faire. Nous avons tout de même ajouté cette variable au modèle révisé. Les résultats de ce processus sont similaires à ceux présentés dans le tableau 6.¹

Conclusion

Cette recherche a tenté d'établir certains facteurs économiques qui motivent les entreprises à choisir de consolider ou non leurs filiales de financement. Ceci a été fait en utilisant le cadre de la théorie positive de la comptabilité. L'objet est d'établir un lien entre l'utilisation de l'information comptable dans les contrats de dette et dans le processus de réglementation et les choix de pratiques comptables de la part des dirigeants.

Les résultats démontrent que le niveau d'endettement, la taille de l'entreprise et la structure de propriété influencent la décision concernant l'inclusion ou l'exclusion des filiales de financement du périmètre de la consolidation. Étant donnée notre aptitude à prédire les choix de divulgation de certaines entreprises, les organismes de normalisation ont peut-être été justifiés en tentant de normaliser les paramètres de la présentation des comptes de groupes.

Il est probable que certaines variables qui influencent les choix comptables aient été omis de notre modèle. En fait, une étude sur les entreprises américaines au sujet de la décision de consolider ou non leurs filiales de financement (Mian et Smith, 1990) constate que la structure organisationnelle et le niveau de dépendance entre la filiale de financement et la société mère semblent jouer un rôle dans la décision. Whittred (1987) fournit la preuve que les entreprises australiennes ont commencé à consolider leur états financiers pour des raisons d'efficacité. Ce n'est qu'avec des études futures que nous pourrions éventuellement mieux isoler les nombreux facteurs déterminants des choix comptables. Malgré tout, il se dégage plusieurs avenues pour des recherches futures sur les déterminants des choix comptables qui mènent au financement hors bilan. Par égard pour les changements majeurs mondiaux à venir quant à la divulgation des instruments financiers, nos résultats soutiennent le besoin d'avoir une meilleure compréhension de l'environnement actuel de la production des états financiers.

Références bibliographiques

- Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1996) "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, (September): 377-397.
- Amemiya, T. (1981) 'Qualitative Response Models: A Survey', *Journal of Economic Literature*, Vol. XIX, (December): 1483-1536.
- American Institute of Certified Public Accountants. (1978) 'Reporting Finance Subsidiaries in Consolidated Financial Statements', *Issue Paper 830041*, New York, AICPA, December 27.

¹ Résultats disponibles sur demande

- André, P., (1990) *Déterminants de la décision de consolider une filiale de financement : Une étude canadienne*, Mémoire, Université du Québec à Montréal.
- André, P. and Cormier, D. (1999) 'Off-balance-sheet financing: the case of finance subsidiaries', *Accountancy & Bedrijfskunde*, vol. 24, no. 1, (March): 22-42.
- Benis, M. (1979) 'The Non-Consolidated Finance Company Subsidiary', *The Accounting Review*, Vol. LIV, no. 4 (October): 808-814.
- Berg, G. G. and Bayes, P.E. (1992) 'Empirical Results of SFAS 94: The Effects of Consolidating Previously Unconsolidated Subsidiaries', *Akron Business and Economic Review*, 22(2) (Summer): 150-160.
- Bowen, R. , Noreen, W., Lacey, J. (1981) 'Determinants of the Corporate Decision to Capitalize Interests', *Journal of Accounting and Economics*, 3(3): 151-179.
- Burnett, T., King, T., Lembke, V. (1979) 'Equity Method Reporting for Major Finance Subsidiaries', *The Accounting Review*, 54(4) (October): 815-823.
- Cahan, S.F. (1992) 'The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refine Test of the Political-Cost Hypothesis'. *The Accounting Review*, 67(1) (January): 77-96.
- Choi, F. D. S. (1991) *Handbook of International Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Cormier, D., Morard, B. (1991) 'The Reaction of Managers and Financial Analysts in the US and Canada Towards Current Cost Information: A Positive Approach', *Accounting, Business and Financial History*, 1(3): 355-374.
- Cormier, D. and Magnan, M. (1999) 'Corporate Environmental Disclosure Strategies: Determinants, Costs and Benefits', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 14(4) (Fall): 429-451.
- Charreaux, G. (1997) *Le gouvernement des entreprises-Corporate Governance- Théories et faits*, Économica, Paris.
- Copeland, R. M., McKinnon, S. (1987) 'Financial Distortion and Consolidation of Captive Finance Subsidiaries in the General Merchandising Industry', *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(1) (Spring): 77-97.
- DAFSA. (1997) *Annuaire des sociétés*, Compass, Paris.
- Defond , M.L., Jimbalvo, J. (1994) 'Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals', *Journal of Accounting and Economics*, 17(1): 145-176.
- Daley, L.A., Vigeland, R.L. (1983) 'The Effects of Debt Covenants and Political Costs on the Choice of Accounting Methods: The Case of Accounting for R & D Costs', *Journal of Accounting and Economics*, 5(4):.195-211.
- Diamond, D.W. (1985). 'Optimal Release of Information by Firms'. *Journal of Finance*, 40 (September): 1071-1094.
- Dumontier, P., Labelle, R. and Raffournier, B. (1988) 'Étude empirique des modifications comptables effectuées par les entreprises françaises', *Revue française de comptabilité*, (September):. 63-68.
- El-Gazzar, S., Lilien S. and Pastena, V. (1989) 'The Use of Off-Balance Sheet Financing to Circumvent Financial Covenant Restrictions', *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, (Spring): 217-231.
- Financial Accounting Standards Board. (1987) 'Consolidation of all Majority-Owned Subsidiaries', *Statement of Financial Accounting Standards No. 94*, Stamford, FASB, December.
- Financial Post Corporate Service GROUP.(1985b) (The), *Financial Post 500*, Toronto, Maclean-Hunter, (Summer).
- Financial Post Corporate Service Group. (1985a) (The), *Survey of Industrials 1985*, Toronto, Maclean-Hunter, 59th edition.
- Foster, G. (1986) *Financial Statement Analysis*, New Jersey, Prentice-Hall, 2nd edition.
- Franks, J., and Mayer, C. (1997) 'Corporate Ownership and control in UK, Germany and France', *Journal of applied Corporate Finance*, 9(4) (Winter): 30-45.
- Gaver, J., Gaver, K., Austin, J.R. (1995) 'Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management', *Journal of Accounting and Economics*, 19(1):. 3-28.
- Grossman, S. (1981) 'The Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality'. *Journal of Law and Economics*, 24: 461-483.

- Healy, P. (1985) 'The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles', *Journal of Accounting and Economics*, 7(2): 97-123.
- Heian, J. B., Thies, J. B. 'Consolidation of Finance Subsidiaries: \$230 Billion in Off-Balance-Sheet to Roost', *Accounting Horizons*, 3(1): 1-9.
- International Accounting Standards Committee. (1999) *Financial Instruments- Recognition and Measurement*, IAS 39, London.
- International Accounting Standards Committee. (1999) *Consolidated Financial Statements and Accounting for Investments in Subsidiaries*, IAS 27, London.
- Jones, J. (1991) 'Earnings Management During Import Relief Investigations', *Journal of Accounting Research*, (Autumn): 193-228.
- Labelle, R. (1990) 'Clauses restrictives et modifications comptables', *Contemporary Accounting Research*, (Spring): 699-723.
- Livnat, J. and Sondhi, A.C. (1986) 'Finance Subsidiaries: Their Formation and Consolidation', *Journal of Business Finance & Accounting*, 13(1) (Spring): 137-148.
- Lynch, P.M. (1988) 'Will FASB No. 94 Close the Purest Captive Door', *Risk Management*, (November): 38-45.
- Magnan, M., Cormier, D. (1997) 'The Impact of Forward-Looking Financial Data in IPO's on the Quality of Financial Reporting', *The Journal of Financial Statement Analysis*, 2(3) (Spring): 6-17.
- Magnan, M., Nadeau, C. and Cormier, D. (1999) 'Earnings Management During Antidumping Investigations : Analysis and Implications', *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 16(2): 149-162.
- Mian, S. L., Smith, C. W. Jr. (1990) 'Incentives for Unconsolidated Financial Reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 12(1) (January): 141-171.
- Milgrom, P.R. (1981). Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. *Bell Journal of Economics*. Autumn: 380-391.
- Mohr, R. M. (1988) 'Unconsolidated Finance Subsidiaries: Characteristics and Debt/Equity Effects', *Accounting Horizons*, 2(1) (March): 27-34.
- Noreen, E. (1988) 'An Empirical Comparison of Probit and OLS Regression Hypothesis Tests', *Journal of Accounting Research*, 26(1) (Spring): 119-133.
- Palepu, K. G. (1986) 'Predicting Takeover Targets', *Journal of Accounting and Economics*, 8: 3-35.
- Pourtier, F. (1996) 'Modélisation comptable des groupes et conséquence du principe d'entité', *Comptabilité, contrôle, audit*, 2(1) (March): 45-64.
- Radebaugh L. H., Gray, S. J. (1993) *International Accounting and Multinational Enterprises*, third edition, John Wiley & Sons.
- Raffournier, B. (1996) *Les normes comptables internationales (I.A.S.)*, Economica, Collection Gestion, Paris.
- Rayburn, J. and Lenway, S. (1985) 'An Investigation of the Behavior of Accruals in the Semiconductor Industry: 1985'. *Contemporary Accounting Research*, 9(3) (Fall): 237-251.
- Scott, T. (1994). Incentives and Disincentives for Financial Disclosure: Voluntary Disclosure of Defined Benefit Pension Plan Information by Canadian Firms. *The Accounting Review*, 69 (January): 26-43.
- Stone, M., Rasp, J. (1991) 'Tradeoff in the Choice Between Logit and OLS for Accounting Choice Studies', *The Accounting Review*, 66(1) (January): 170-187.
- Sweeney, A. (1994) 'Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses', *Journal of Accounting and Economics*, 17(3): 281-308.
- White, G. I., Sondhi, A. C., Fried, D. (1998) *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons, Inc., second edition.
- Whittred, G. (1987) 'The Derived Demand for Consolidated Financial Reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 9: 259-285.

Tableau 1 Statistiques descriptives Variables continues

	TAMV	ARMV	LTDEBT	ADLTDEBT
<u>Échantillon (n: 274)</u>				
Moyenne	2,350	0,450	0,340	0,395
Écart-type	2,450	0,510	0,380	0,663
Minimum	0,060	0,014	0,010	0,010
Maximum	13,06	3,900	3,000	6,070
<u>Non consolidateurs (n: 89)</u>				
Moyenne	3,310	0,640	0,420	0,462
Écart-type	2,720	0,740	0,740	0,399
Minimum	0,120	0,010	0,010	0,020
Maximum	11,310	3,060	2,000	2,410
<u>Consolidateurs (n: 185)</u>				
Moyenne	1,890	0,360	0,310	0,221
Écart-type	2,090	0,330	0,391	0,275
Minimum	0,290	0,010	0,010	0,010
Maximum	13,320	1,000	3,000	2,090
Différences des moyennes consolidateurs et non consolidateurs				
P ≤	0,000	0,001	0,220	0,000

TAMV : actif total / valeur marchande des fonds propres

ARMV : comptes clients / valeur marchande des fonds propres

LTDEBT: dette à long terme / valeur marchande des fonds propres

ADLTDEBT : valeur marchande estimée de la dette à l. t. / valeur marchande des fonds propres

Tableau 2 Statistiques descriptives Tables de fréquence

carré	Variables	Fréquence		Moyenne des différences	Khi
		NC	C		
P	<i>Propriété</i>				
	CONOWNER	0 0,022	74	129	0,015
		1	15	56	
	INSTOWNER	0 0,181	75	144	0,160
		1	14	41	
	FAMOWNER	0 0,001	42	126	0,002
		1	47	59	
	<i>FL</i>	0 0,136	74	139	0,118
		1	15	46	
	<i>FI</i>	0 0,029	82	152	0,014
		1	7	33	

CHOIX : 1 si la filiale de financement est consolidée (C)
0 si la filiale de financement n'est pas consolidée (NC)

FI: influence étrangère (1 : présence, 0 : absence)

FL: cotation à une Bourse américaine ou anglaise (1 : oui, 0 : non)

LTDEBT: dette financière à long terme sur la valeur marchande de l'équité

CONOWNER: propriété concentrée

INSTOWNER: propriété institutionnelle

FAMOWNER: propriété familiale

Tableau 3 Statistiques descriptives par industrie

	Filiale de financement		TAMV	ARMV	LTDBT	ADLTDEBT
	Choix	#				
Transformation	1	66	1,950	0,440	0,400	0,284
	0	13	0,910	0,140	0,150	0,167
Produits à la consommation	1	29	3,343	0,465	0,422	0,300
	0	16	2,085	0,550	0,440	0,485
Construction	1	8	2,180	0,830	0,077	0,055
	0	15	7,530	1,960	0,540	0,597
Communications	1	15	1,000	0,190	0,079	0,056
	0	8	1,000	0,130	0,210	0,233
Distribution	1	0	-	-	-	-
	0	33	3,150	0,350	0,430	0,471
Pétrolières	1	22	1,260	0,180	0,150	0,109
	0	0	-	-	-	-
Alimentation	1	24	1,360	0,200	0,250	0,177
	0	0	-	-	-	-
Industrie lourde	1	21	1,490	0,230	0,360	0,261
	0	11	2,870	0,490	0,530	0,586
Échantillon		274				

CHOIX : 1 si la filiale de financement est consolidée (C)

0 si la filiale de financement n'est pas consolidée (NC)

TAVM : actif total / valeur marchande des fonds propres

ARVM : comptes clients / valeur marchande des fonds propres

LTDEBT: dette à long terme / valeur marchande des fonds propres

ADLTDEBT : valeur marchande estimée de la dette à l. t. / valeur marchande des fonds propres

Tableau 4 Coefficient de corrélation Pearson *

	CHOIX	FI	FL	LTDEBT	ADLTDEBT	TAMV	CONOWNER	INSTOWNER	FAMOWNER
CHOIX	1,000								
FI	0,132*	1,000							
FL	0,090	0,208*	1,000						
LTDEBT	-0,136*	0,259*	0,168*	1,000					
ADLTDEBT	-0,333*	0,247*	0,154*	0,990*	1,000				
TAMV	-0,272*	0,113*	0,059	0,835*	0,844*	1,000			
CONOWNER	0,138	0,171*	-0,124*	-0,105	-0,119	-0,003	1,000		
INSTOWNER	0,081	0,007	0,116*	0,002	-0,005	-0,013	-0,356*	1,000	
FAMOWNER	-0,196*	-0,269*	-0,175*	-0,074*	-0,047*	-0,069*	-0,374*	-0,340*	1,000

* p < 0,05

- CHOIX : 1 si la filiale de financement est consolidée (C)
0 si la filiale de financement n'est pas consolidée (NC)
- FI: influence étrangère (1 : présence, 0 : absence)
- FL: cotation à une Bourse américaine ou anglaise (1 : oui, 0 : non)
- LTDEBT: dette financière à long terme sur la valeur marchande de l'équité
- CONOWNER: propriété concentrée
- INSTOWNER: propriété institutionnelle
- FAMOWNER: propriété familiale
- LNASSETS: logarithme naturel des actifs totaux
- TAVM : actif total / valeur marchande des fonds propres
- ARVM : comptes clients / valeur marchande des fonds propres
- LTDEBT: dette à long terme / valeur marchande des fonds propres
- ADLTDEBT : valeur marchande estimée de la dette à l. t. / valeur marchande des fonds propres

Tableau 5 Analyse multivariée Logit

Modèle de base:

$$\text{CHOICE}_i = b_0 + b_1\text{FI}_i + b_2\text{FL}_i + b_3\text{LTDEBT}_i + b_4\text{FAMOWNER}_i + b_5\text{INSTOWNER}_i + b_6\text{CONOWNER}_i + b_7\text{LNASSETS}_i + e_i$$

		panel A		Panel B	
		Modèle avec la dette à la valeur au bilan		Modèle avec la dette estimée à la valeur marchande	
		coefficient	valeur p*	Coefficient	valeur p*
CONSTANT		4,377	0,089	3,691	0,064
FI	+	0,466	0,201	0,922	0,041
FL	+	0,360	0,176	0,089	0,412
LTDEBT/ ADLTDEBT	-	-0,526	0,075	-2,304	0,000
FAMOWNER	-	-0,411	0,175	-0,376	0,200
INSTOWNER	-	0,216	0,330	0,004	0,454
CONOWNER	-	0,404	0,211	0,052	0,495
LNASSETS	-	-0,130	0,103	-0,131	0,115

*Unidirectionnel lorsque nous avons une prédiction

LOG-LIKELIHOOD	:	330,60	304,57
GOODNESS OF FIT	:	269,97	303,39
COX AND SNELL R-SQUARE	:	0,063	0,139
NAGELKERKE R-SQUARE	:	0,087	0,194
Nombre de bonnes prédictions :		179/274	194/274
Pourcentage de bonnes prédictions :		65,33 %	70,80 %

- CHOIX : 1 si la filiale de financement est consolidée (C)
0 si la filiale de financement n'est pas consolidée (NC)
- FI: influence étrangère (1 : présence, 0 : absence)
- FL: cotation à une Bourse américaine ou anglaise (1 : oui, 0 : non)
- LTDEBT: dette financière à long terme sur la valeur marchande de l'équité
- CONOWNER: propriété concentrée
- INSTOWNER: propriété institutionnelle
- FAMOWNER: propriété familiale
- LNASSETS: logarithme naturel des actifs totaux
- TAVM : actif total / valeur marchande des fonds propres
- ARVM : comptes clients / valeur marchande des fonds propres
- LTDEBT: dette à long terme / valeur marchande des fonds propres
- ADLTDEBT : valeur marchande estimée de la dette à l. t. / valeur marchande des fonds propres

Tableau 6 Analyse multivariée, Logit

Modèle révisé:

$$\text{CHOICE}_i = b_0 + b_1\text{FI}_i + b_2\text{FL}_i + b_3\text{LTDEBT}_i + b_4\text{FAMOWNER}_i + b_5\text{INSTOWNER}_i + b_6\text{CONOWNER}_i + b_7\text{LTDEBT}^*\text{FAMOWNER} + b_8\text{LTDEBT}^*\text{INSTOWNER} + b_9\text{LTDEBT}^*\text{CONOWNER} + b_{10}\text{LNASSETS} + e_i$$

		panel A		panel B	
		Modèle avec la dette à la valeur au bilan		Modèle avec la dette estimée à la valeur marchande	
		coefficient	valeur p*	coefficient	valeur p*
CONSTANT		7,171	0,018	11,288	0,003
FI	+	0,731	0,109	1,317	0,037
FL	+	0,355	0,206	0,008	0,496
(AD)LTDEBT	-	-10,650	0,003	-23,279	0,002
(AD)LTDEBT* FAMOWNER	+/-	11,036	0,004	22,690	0,005
(AD)LTDEBT* INSTOWNER	+/-	7,571	0,062	18,823	0,022
(AD)LTDEBT* CONOWNER	+/-	9,147	0,020	19,457	0,017
FAMOWNER	-	-3,998	0,001	-6,991	0,002
INSTOWNER	-	-2,205	0,058	-5,382	0,016
CONOWNER	-	-2,567	0,028	-5,647	0,011
LNASSETS	-	-0,156	0,092	-0,162	0,086

*Unidirectionnel lorsque nous avons une prédiction

LOG-LIKELIHOOD	:	300,08	269,79
GOODNESS OF FIT	:	269,23	258,94
COX AND SNELL R-SQUARE	:	0,153	0,241
NAGELKERKE R-SQUARE	:	0,213	0,337
Nombre de bonnes prédictions :		203/274	205/274
Pourcentage de bonnes prédictions:		74,09 %	74,82 %

- CHOIX : 1 si la filiale de financement est consolidée (C)
0 si la filiale de financement n'est pas consolidée (NC)
- FI: influence étrangère (1 : présence, 0 : absence)
- FL: cotation à une Bourse américaine ou anglaise (1 : oui, 0 : non)
- CONOWNER: propriété concentrée
- INSTOWNER: propriété institutionnelle
- FAMOWNER: propriété familiale
- LNASSETS: logarithme naturel des actifs totaux
- TAVM : actif total / valeur marchande des fonds propres
- ARVM : comptes clients / valeur marchande des fonds propres
- LTDEBT: dette à long terme / valeur marchande des fonds propres
- ADLTDEBT : valeur marchande estimée de la dette à l. t. / valeur marchande des fonds propres