



**HAL**  
open science

# LES CLAUSES DES CONTRATS DE DETTE DES PETITES ENTREPRISES : CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES

Julien Bilodeau, Franck Missonier-Piera, Igor Oliveira dos Santos

► **To cite this version:**

Julien Bilodeau, Franck Missonier-Piera, Igor Oliveira dos Santos. LES CLAUSES DES CONTRATS DE DETTE DES PETITES ENTREPRISES : CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES. La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, May 2009, Strasbourg, France. pp.CD ROM. halshs-00459416

**HAL Id: halshs-00459416**

**<https://shs.hal.science/halshs-00459416>**

Submitted on 5 Mar 2010

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# ***LES CLAUSES DES CONTRATS DE DETTE***

## ***DES PETITES ENTREPRISES :***

### ***CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES***

**Julien BILODEAU**  
Professeur,  
École des sciences de la gestion  
UQAM – Canada  
(514) 987-3000 poste 4211#  
[bilodeau.julien@uqam.ca](mailto:bilodeau.julien@uqam.ca)

**Franck MISSONIER-PIERA**  
Professeur Associé  
EMLYON Business School  
23 ave Guy de Collongue  
69134 Ecully – France  
Tél. 04 72 18 46 64  
Fax. 04 78 33 79 28  
[missionier@em-lyon.com](mailto:missionier@em-lyon.com)

**Igor OLIVEIRA dos SANTOS**  
Programme Doctoral  
HEC-Montréal  
Côte-Sainte-Catherine  
Montréal (Québec)  
Canada H3T 2A7  
(514) 340-6000

#### **Résumé**

Cet article a pour but d'examiner les facteurs susceptibles d'expliquer la présence de clauses comptables dans les contrats de prêts des petites entreprises canadiennes. L'étude empirique montre que le montant des prêts, le statut légal de la société et sa réputation affecte la présence de clauses contractuelles, que ces dernières reposent ou non sur des données comptables.

**Mots clefs :** Contrat, dette, Canada, données comptables

#### **Abstract**

This article investigates factors likely to affect the presence of accounting based covenants in loan agreements for small firms in a canadian context. Empirical result suggest that the size of the loan, the legal status of the firm and its reputation impact the use of covenants, whether or not they rely on accounting data.

**Key words :** Contract, debt, Canada, accounting data

Les auteurs remercient pour son support financier la *Chaire Desjardins de Gestion des Produits Dérivées* de l'UQAM.

## 1. INTRODUCTION

L'étude des contrats de dettes a fait l'objet de nombreuses études tant au Canada qu'aux États-Unis (Smith et Warner, 1979; Thornton, 1985; Dichev, 2002; Begley *et al.*, 2004). Que ce soit concernant la dette privée ou publique, il ressort que la présence de certaines clauses contractuelles ainsi que leur degré de contrainte peuvent être affectés par les caractéristiques de la dette et de l'emprunteur en général. Bien que cette littérature offre une meilleure compréhension de la conception des contrats de dettes et des implications possibles sur la gestion financière de l'emprunteur (par exemple, ses politiques comptables), elle porte toutefois sur des entreprises de grande taille (généralement cotées). Les petites et moyennes entreprises ont pourtant aussi recours à l'emprunt pour financer leurs activités et représentent une part très significative de l'activité économique. Ainsi, en 2007, *Industrie Canada* estime que presque 98% des entreprises canadiennes sont des petites entreprises, représentant en moyenne 30% du PIB du Canada et employant 48% de la main-d'œuvre du secteur privé canadien. Ces entreprises ont par ailleurs des attributs singuliers que la plupart des grands groupes ne possèdent pas. Leur statut légal par exemple différent souvent de celui des grandes entreprises, ce qui implique des mécanismes de gouvernance particuliers (ex. cas des entreprises familiales).

Or, il n'existe pas à notre connaissance d'études présentant des résultats concernant les contrats de dette de petites et moyennes entreprises. L'examen des conditions de prêts consentis à ces petites entreprises est donc intéressant compte tenu du poids économique de ces entreprises et de l'importance du financement pour leur croissance voire même de leur survie. Cette étude se veut donc une contribution à la littérature existante en examinant les caractéristiques ainsi que les déterminants des contrats de dettes des petites et moyennes entreprises canadiennes. Sur un échantillon de 9'774 petites entreprises, les résultats empiriques montrent que le statut légal et le montant du prêt ont un impact significatif sur la présence de clauses restrictives, la durée de la relation commerciale entre l'emprunteur et ses créanciers ayant tendance à privilégier le recours à des clauses non-comptables dans les contrats de prêts.

Ce travail est organisé de la façon suivante. La section 2 développe les propositions d'hypothèses testables. La section 3 présente l'échantillon de l'étude, ses principales caractéristiques et les résultats empiriques. Enfin, la section 4 commente et conclut le papier.

## **2. DEVELOPPEMENT DES HYPOTHESES**

De nombreux facteurs sont susceptibles d'affecter la présence et la conception des clauses contractuelles des contrats de prêts (Nash *et al.*, 2003). Dans le cadre des petites et moyennes entreprises de cette étude, trois principaux facteurs sont examinés : les coûts de préparation et d'utilisation des clauses, les coûts liés aux problèmes de transfert de richesse entre actionnaires et créanciers, les effets de réputation de l'emprunteur.

### **Hypothèse 1 : *Coût d'utilisation***

La mise en place de clauses particulières dans les contrats de prêts n'est pas sans coûts. En effet, dans un premier temps il faut écrire et négocier la clause avec le créancier (i.e. conception). Dans un second temps, il convient d'obtenir et d'évaluer l'information nécessaire au contrôle de la conformité de l'entreprise vis-à-vis des clauses (*monitoring*). Il est raisonnable de penser que ces coûts sont quasi fixes. Ils varieront peu entre une dette de 100 000 \$ ou de 1 millions de dollars. Toutefois, le montant de richesse pouvant être transféré des créanciers vers les actionnaires croît en proportion du montant de la dette sous contrat. On peut donc s'attendre à trouver peu de clauses contractuelles dans des contrats dont le montant est faible (comme c'est le cas dans la présente étude). Ainsi, l'hypothèse d'une relation positive entre le montant du prêt sous contrat et la présence de clauses contractuelles est testée :

**H1a :** (hypothèse générale) : Le montant de la dette sous contrat est associé positivement à la présence de clause contractuelle.

Étant donné que l'utilisation de clauses comptables peut être vue comme étant plus coûteuse compte tenu du fait que ces clauses impliquent la divulgation d'informations financières de même qu'un suivi nécessaire alors que les clauses non comptables ne font qu'interdire un comportement particulier. Les deux hypothèses complémentaires suivantes sont donc proposées :

**H1b :** (clauses comptables) : Le montant de la dette sous contrat est associé positivement à la présence de clauses reposant sur des données comptables.

**H1c :** (clauses non comptables) : Le montant de la dette sous contrat est associé à la présence de clauses non comptables.

### **Hypothèse 2 : *transfert de richesse***

Les arguments habituellement invoqués pour expliquer la présence de clauses dans les contrats de dette sont ceux déjà discutés par Smith and Warner (1979) et concernent les sources de conflits entre détenteurs de dette et actionnaires. En rendant le prêt plus risqué, on diminue la valeur espérée de celui-ci pour les créanciers. Les garanties que l'emprunteur peut mettre en place (notamment les actifs de la firme) permettent dans certains cas de réduire les risques de transfert de richesse pour les créanciers (Galai et Masulis, 1976; Myers, 1977). Or, le statut juridique de l'emprunteur peut avoir un impact sur les garanties offertes.

Dans ce contexte, toutes actions visant à transférer de la richesse des détenteurs de dette vers les propriétaires en « liquidant les actifs de l'entreprise » est inutile puisque les propriétaires sont entièrement responsables de la dette de leur entreprise. De telles actions ne peuvent augmenter le niveau de risque du créancier au profit des propriétaires. On peut donc s'attendre à ce que la mise en place de clauses contractuelles soit moins probable pour les sociétés de personnes :

**H2a :** (hypothèse générale) : La présence de clauses contractuelles est associée positivement aux dettes émises par des sociétés incorporées (capital limité).

Pour les mêmes raisons que présenter en H1, les deux hypothèses suivantes sont proposées :

**H2b :** (clauses comptables) : La présence de clauses reposant sur des données comptables est associée positivement aux dettes émises par des incorporées (capital limité).

**H2c :** (clauses non comptables) : La présence de clauses non comptables est associée positivement aux dettes émises par des incorporées (capital limité).

### **Hypothèse 3 : réputation**

Une entreprise qui a une bonne réputation sur le marché de l'emprunt peut sans doute se financer à un meilleur coût (Begley et Chamberlain, 2005). Cette réputation se développe au cours des années et plus l'entreprise a une longue expérience d'affaires plus celle-ci a à perdre (prochain coût de financement plus élevé) advenant un comportement « malhonnête ». Dans ce contexte, les entreprises qui ont une longue expérience d'affaires avec un créancier ont davantage de motivation à bien se comporter et les parties peuvent ainsi éviter l'ajout de clauses contractuelles coûteuses. On peut raisonnablement s'attendre à une relation négative entre le nombre de mois que la relation d'affaires existe et la présence de clauses contractuelles.

**H3a :** (hypothèse générale) : La présence de clauses contractuelles est associée négativement à la durée de la relation d'affaires.

Pour les mêmes raisons que présenter en H1, les deux hypothèses suivantes sont proposées :

**H3b :** (clauses comptables) : La présence de clauses reposant sur des données comptables est associée négativement à la durée de la relation d'affaires.

**H3c :** (clauses non comptables) : La présence de clauses non comptables est associée négativement à la durée de la relation d'affaires.

## **3. ANALYSE EMPIRIQUE**

### **3.1 Caractéristiques de l'échantillon**

L'échantillon est composé exclusivement de 9'774 petites et moyennes entreprises canadiennes à but lucratif. Les données ont été collectées auprès d'une grande institution financière canadienne. Les entreprises ont donc toutes comme créancier commun cette même institution financière (qui a fourni les données de l'étude). Elles se caractérisent aussi par une moyenne du total de l'actif de 288'455 \$, et un passif total (comptes à payer et autres passifs, dette à court et à long terme) d'une valeur moyenne de 179'898 \$. Certaines entreprises ont cependant des actifs totaux pouvant atteindre jusqu'à 48 millions de dollars (CAD), les entreprises dont l'actif total dépasse

plus d'un demi-million \$ ne représentant toutefois que 0,2% de toutes les observations. La valeur des prêts en tant que tels totalise au maximum 350'000 \$ selon l'institution financière. Au Canada, les autorisations de prêts de moins de 250 000\$ représentent « plus de 70 milliards de dollars et ont été accordées dans le cadre d'environ 1,6 millions d'opérations.<sup>1</sup> »

– insérer tableau 1 ici –

Comme l'indique le tableau 1, plus des trois quarts des entreprises à l'étude sont des sociétés incorporées dont les propriétaires (actionnaires) ont une responsabilité limitée face aux activités de leur entreprise. D'un point de vue légal, ces entreprises sont considérées comme des personnes morales, indépendantes de leurs propriétaires. Seulement 22% des entreprises de l'échantillon sont des entreprises détenues par un ou des propriétaires qui ont une responsabilité illimitée face aux activités de leur entreprise (sociétés de personnes).

– insérer tableau 2 ici –

Le tableau 2 indique le secteur d'activités principal des entreprises étudiées. Ces dernières proviennent principalement des secteurs « commerce » et « services divers » qui totalisent près de 50% des observations de la base de données. Ce tableau indique également que 7,7% des ententes contractuelles entre le créancier et son client contiennent au moins un clause comptable (voir définition à la section 3). Le montant total moyen de la dette des entreprises de l'échantillon est de 118'427 \$ (voir tableau 3). On peut voir également au tableau 3 que la durée moyenne de la relation d'affaire entre l'entreprise et l'institution financière prêteuse est d'un peu plus de 10 ans.

– insérer tableau 3 ici –

Les données présentées aux tableaux 1 à 3 sont les seules données qui ont été rendues disponibles sur les entreprises pour lesquelles le détail des clauses contractuelles a été fourni.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Industrie Canada, “Les petites et moyennes entreprises du Québec” site WEB, p. 2.

<sup>2</sup> Cette étude ne pourra donc pas présenter de résultats concernant des variables fréquemment utilisées dans d'autres études pour expliquer la présence de clauses comptables (par exemples, la taille, le ratio d'endettement, la croissance, etc. des entreprises étudiées).

### 3.2 Caractéristiques des clauses

Un grand nombre de clauses différentes sont utilisées dans les contrats sous étude. Toutes ces clauses sont présentées à l'annexe 1 de même que leur fréquence d'utilisation. Cette annexe classe également les clauses selon qu'elles sont comptables ou non et en fonction des sources de conflits d'intérêts entre actionnaires et détenteurs de dette discutées par Smith et Warner (1979).

Au total, 16,27 % des contrats contiennent au moins une des clauses présentées à l'annexe 1. D'autre part, les clauses comptables, c'est-à-dire celles qui utilisent des données provenant des états financiers de l'entreprise, ne sont présentes que dans 7,71 % des contrats alors que les clauses non comptables (toutes les autres clauses) sont présentes dans une proportion de 12,54 %. A titre de comparaison, et pour ce qui concerne les contrats de dette privée Bagnoli et al. (2006), par exemple, trouve les pourcentages suivants d'utilisation de clauses comptables spécifiques dans des contrats de dette impliquant de grandes entreprises familiales :

- Clauses comptables basées sur une mesure de liquidité, 45,9%;
- Clauses comptables basées sur une mesure d'endettement, 30,1%;
- Clauses comptables basées sur la valeur nette de l'entreprise, 15,9%.

Concernant les mêmes clauses comptables, la présente étude trouve des proportions d'utilisation nettement inférieures (soit, respectivement, moins de 4%, 2% et 2%). La présence d'une proportion si faible de contrats ayant au moins une de ces clauses comptables peut s'expliquer par le fait que l'utilisation de ces clauses est coûteuse. *A contrario*, leur présence dans des contrats de dette impliquant de petites entreprises, donc dans un contexte où leur bénéfice est limité par la petite taille du montant du prêt, permet de supposer que celles-ci sont particulièrement efficaces.

### 3.3 Analyse univariée

Les résultats de l'analyse univariée concernant la relation entre la présence de clauses contractuelles et le montant de la dette de l'entreprise sont présentés au tableau 4. On peut constater que ces résultats supportent l'hypothèse 1. En effet, la dette moyenne des entreprises



n'ayant pas de clauses contractuelles est de 114'078 \$ alors qu'elle est de 140'812\$ pour les entreprises ayant au moins une clause contractuelle dans leur contrat de dette. L'écart entre les deux moyennes est de 26'734 \$ (significatif à un seuil de 0,1%). L'écart est encore plus grand lorsque l'on compare le montant de la dette moyenne des entreprises n'ayant pas de clauses comptables qui est de 115'077 \$ et celui des entreprises ayant au moins une de ces clauses qui est de 158'495 \$. L'écart est donc dans ce cas de 43'418 \$ (significatif au seuil de 0,1%). Ce même écart est cependant beaucoup plus restreint en ce qui concerne la présence de clauses non comptables : 22'354 \$ (mais toujours significatif au seuil de 0,01%).

– insérer tableau 4 ici –

Le tableau 5 présente les résultats de l'analyse univariée concernant la relation entre la présence de clauses contractuelles et le statut légal de l'entreprise. Les résultats supportent l'hypothèse 2 (tous significatif au seuil de 0,1%). En effet, le pourcentage d'entreprises ayant au moins une clause contractuelle est plus important dans le cas des sociétés incorporées (17%) que dans celui des sociétés de personnes (12%). L'écart est encore plus grand en ce qui concerne spécifiquement les clauses comptables : 9% pour les sociétés incorporées et 3% pour les sociétés de personnes. Si on compare pour les clauses non comptables seulement, l'écart n'est plus que de 2% : sociétés incorporées à 11% vs sociétés de personnes à 13%.

– insérer tableau 5 ici –

Une étude plus poussée des données permet de constater que ces résultats sont entièrement dus au fait que les clauses dont l'objectif est de protéger le créancier contre la distribution d'actif<sup>3</sup> sont peu utilisées par les sociétés de personnes alors qu'elles le sont beaucoup plus par les sociétés incorporées. En effet, en ne considérant que les clauses de ce type, on constate que seulement 3,47% des contrats impliquant une société de personnes ont au moins une telle clause alors que cette proportion atteint 11,65% pour les sociétés incorporées.

---

<sup>3</sup> Voir annexe 1 section A : *Clauses portant sur la distribution des actifs d'une entreprise.*

Par ailleurs, en examinant l'utilisation de toutes les clauses contractuelles excluant celles discutées précédemment, les résultats sont très différents. En effet, les sociétés de personnes ont alors la plus forte proportion de contrats avec au moins une clause contractuelles, soit 8,69%, alors que les contrats impliquant des sociétés incorporées ont au moins une de ces clauses contractuelles dans seulement 5,8% des cas. Ces résultats semblent donc supporter l'argument selon lequel les sociétés de personnes utilisent moins de clauses dans leur contrat compte tenu de leur particularité légale. En effet, ces sociétés ne peuvent transférer de richesse au détriment du créancier en liquidant leurs actifs au profit des propriétaires puisque les propriétaires demeurent responsables de l'ensemble de la dette de leur société.

Les résultats de l'analyse univariée concernant la relation entre la présence de clauses contractuelles et la durée de la relation d'affaires avec le créancier sont présentés au tableau 6. On peut constater que l'hypothèse 3 est également supportée (résultats significatifs au seuil de 0.1%). La durée moyenne de la relation avec le créancier des entreprises n'ayant pas de clauses contractuelles est de 124 mois alors qu'elle est de 98 mois pour les entreprises ayant au moins une clause contractuelle dans leur contrat de dette. L'écart entre les deux groupes d'entreprises est donc de 26 mois. On peut constater également un écart de 16 mois lorsque l'on compare la durée moyenne de la relation avec le créancier des entreprises n'ayant pas de clauses comptables (122 mois) et celle des entreprises ayant au moins une de ces clauses (106 mois). Ce même écart est cependant beaucoup plus important en ce qui concerne la présence de clauses non comptables. En effet, les entreprises n'ayant aucune clauses non comptables ont une relation moyenne avec le créancier de 124 mois alors que celle des entreprises ayant au moins une telle clause est de 94 mois, donc, un écart de 30 mois.

– insérer tableau 6 ici –

### **3.3 Analyse multivariée**

Les variables associées au *coût d'utilisation*, de *transfert de richesse* et de *réputation* sont utilisées mutuellement pour expliquer la présence de clauses contractuelles. Le tableau 7 présente les résultats de l'analyse multivariée basée sur approche Logit étant donnée que la variables expliquée est dichotomique (0/1, absence ou présence de clauses). Les trois régressions développées sont significatives à un niveau de 0,000 que ce soit pour expliquer la présence de

clauses en général, la présence de clauses comptables ou non comptables. Les coefficients des variables *montant du prêt*, *statut légal* et *durée de la relation d'affaires* sont tous significatifs au seuil de 0,1% avec le signe attendu. Les résultats supportent ainsi chacune des hypothèses que ce soit en ce qui concerne les clauses en général ou pour les clauses comptables ou non comptables.

– insérer tableau 7 ici –

#### **4. CONCLUSION**

Les résultats de nos tests sont favorables à l'ensemble de nos hypothèses. Cela est particulièrement vrai concernant la présence de clauses comptables pour les variables statut légal et montant du prêt. En ce qui concerne la variable durée de la relation, elle permet davantage d'expliquer l'utilisation de clauses non comptables. Les clauses présentées à l'annexe 1 sont particulièrement intéressantes puisqu'elles sont utilisées dans un contexte où le bénéfice à en retirer ne peut être très grand compte tenu de la taille réduite des prêts qui y sont associés. Il s'agit donc sans doute de clauses peu coûteuses à utiliser et qui sont jugées très efficaces.

La présente étude montre également que la durée de la relation d'affaires entre le créancier et les entreprises a un impact sur la présence de clauses contractuelles. Dans ce cas, on peut imaginer qu'un phénomène de réputation entre en jeu. Le comportement passé de l'emprunteur est reconnu par le créancier et en retour celui-ci consent des conditions de prêt moins contraignantes (à supposer que sinon, la relation se serait arrêtée). Dans ce cas, il est probablement efficient de ne pas utiliser de clauses, l'incitatif à se comporter correctement (meilleures conditions de prêt) joue son rôle et les parties évitent le recours à des clauses coûteuses.

Un autre résultat intéressant de cette étude provient de la présence de clauses contractuelles dans des contrats liant le créancier à des sociétés de personnes. Étant donné que d'un point de vue légal ces sociétés n'ont pas d'existence propre (c'est-à-dire, ces sociétés n'existent pas indépendamment de leur propriétaire), on devrait s'attendre à ne pas trouver de clauses contractuelles dans ces contrats. En effet, il est généralement admis que ces clauses visent à éliminer les transferts de richesse entre créancier et détenteur de dette. Hors, dans le cas des

sociétés de personnes, tout enrichissement des propriétaires ne peut se faire au détriment des détenteurs de dette parce que ces derniers ont un lien direct avec les propriétaires. Les résultats de l'étude montrent toutefois que la proportion des sociétés de personnes ayant au moins une clause contractuelle est significativement plus petite que celle des compagnies (12% vs 17%).

Deux limites de cette étude peuvent être avancées. Tout d'abord, tous les contrats étudiés se rapportent à une seule institution financière. Cette situation rend les conclusions difficiles à généraliser. Cependant, on peut argumenter que ces contrats se faisant dans une économie où il existe des alternatives (plusieurs autres prêteurs), les contrats étudiés sont sans doute comparables aux autres. Il serait cependant nécessaire d'obtenir, dans le futur, des données concernant des contrats impliquant une variété de créanciers.

Une seconde limite implique l'omission de variables importantes dans l'analyse, comme par exemple la taille de l'emprunteur ou son niveau d'endettement. Ces données n'étaient pas disponibles dans le cadre de cette étude. Il serait donc important, dans le futur, de tester les hypothèses dans un modèle qui inclurait de telles variables.

**Tableau 1 : statut légal des entreprises à l'étude**

	Fréquence	Pourcent
Sociétés incorporées	7 587	77,62
Sociétés de personnes	2 187	22,38
<b>TOTAL</b>	<b>9 774</b>	<b>100,00</b>

**Tableau 2 : secteur principal d'activités des entreprises à l'étude**

	Fréquence	Pourcent	% ABC
Agriculture	631	6,46	5,2%
Manufacturier	833	8,53	8,9%
Construction	1646	16,84	7,8%
Transport et communication	1091	11,16	6,6%
Commerce (gros et détail)	2696	27,58	7,8%
Finance et services professionnels	871	8,91	9,1%
Services divers	2006	20,52	7,9%
<b>TOTAL</b>	<b>9774</b>	<b>100,00</b>	<b>7,7%</b>

**Tableau 3 : variables continues**

	Moyenne	Ecart-type	Médiane	Min.	Max.	N.
Montant de la dette	118'427 \$	82'009 \$	100'000 \$	500 \$	350'000 \$	9'774
Durée de la relation en mois	120.78	96.26	101	0	747	9'441

**Tableau 4 : Résultats des tests univariés – hypothèse de l'endettement**

	Observations	Moyenne en \$	Ecart-type	95% Interv. de confiance	
Niveau de la dette et présence de clauses contractuelles (0/1)					
0 clause	8'184	114'078.2	80'760.01	112'328.2	115'828.1
1 au moins	1'590	140'812.8	84'727.38	136'645.0	144'980.5
$t = 11.98$ ***					
Niveau de la dette et présence de clauses comptables (0/1)					
0 clause	9'020	115'077.9	80'958.66	113'406.9	116'748.9
1 au moins	754	158'495.3	83'932.18	152'494.8	164'495.9
$t = 14.10$ ***					
Niveau de la dette et présence de clauses non comptables (0/1)					
0 clause	8'548	115'623.3	81'339.79	113'898.7	117'347.9
1 au moins	1'226	137'977.2	84'008.95	133'270.0	142'684.3
$t = 8.96$ ***					

$t$  : Student T test. \*\*\* significatif au seuil de 0.1%

**Tableau 5 : Résultats des tests univariés – hypothèse du transfert de richesse**

	Observations	Moyenne	Ecart-type	95% Interv. de confiance	
% de sociétés ayant au moins 1 clause contractuel par type de sociétés					
Soc. de personne	2'187	0.1216	0.3269	0.1079	0.1353
Soc. Incorporée	7'587	0.1745	0.3795	0.1659	0.1830
$t = 5.91$ ***					
% de sociétés ayant au moins 1 clause comptable par type de sociétés					
Illimitée	2'187	0.0297	0.1698	0.0225	0.0368
Cie	7'587	0.0908	0.2873	0.0843	0.0972
$t = 9.47$ ***					
% de sociétés ayant au moins 1 clause non comptable par type de sociétés					
Illimitée	2'187	0.1079	0.3103	0.0948	0.1209
Cie	7'587	0.1304	0.3368	0.1229	0.1380
$t = 2.80$ ***					

$t$  : Student T test. \*\*\* significatif au seuil de 0.1%

**Tableau 6 : Résultats des tests univariés – hypothèse de la réputation**

	Observations	Moyenne (mois)	Ecart-type	95% Interv. de confiance	
nombre de mois d'existence de la relation d'affaires vs présence de clauses contractuelles					
0 clauses	7'970	124.84	97.12	122.71	126.98
1 au moins	1'471	98.70	88.27	94.19	103.22
$t = -9.61^{***}$					
nombre de mois d'existence de la relation d'affaires vs présence de clauses comptables					
0 clauses	8'731	121.97	96.80	119.94	124.00
1 au moins	710	106.01	88.01	99.52	112.49
$t = -4.25^{***}$					
nombre de mois d'existence de la relation d'affaires vs présence de clauses non comptables					
0 clauses	7'970	124.27	96.85	122.19	126.35
1 au moins	1'471	94.56	87.38	89.42	99.70
$t = 2.80^{***}$					

$t$  : Student T test. \*\*\* significatif au seuil de 0.1%

**Tableau 7 : Résultat analyse multivariée – régression Logit**

variables	Clauses contractuelles	Clauses comptables	Clauses non comptables
Constante	- 2.0498 (-24.36) ***	- 3.8400 (- 25.62) ***	- 2.1078 (- 23.25) ***
Coût d'utilisation (montant du prêt \$)	3.62e-06 (10.75) ***	5.16e-06 (11.62) ***	3.13e-06 (8.29) ***
Transfert (statut légal 0/1)	0.3386 (4.33) ***	1.0173 (7.21) ***	0.1505 (1.79) ***
Réputation (durée en mois)	- 0.0033 (- 9.86) ***	- 0.0021 (- 4.65) ***	- 0.0038 (- 9.84) ***
LR chi2	255.53	255.30	182.34
Prob > chi2	0.0000	0.0000	0.0000
Pseudo R <sup>2</sup>	3.13%	5.07%	2.66%

Statistique z entre parenthèses. \*\*\* significatif au seuil de 0,1%

## Annexe 1

### Classification des clauses contractuelles et fréquence d'utilisation<sup>4</sup>

#### A. Clauses portant sur la distribution des actifs d'une entreprise

Les clauses suivantes sont classées comme visant à contrôler les actions de l'entreprise qui peuvent conduire à la liquidation de ses actifs que ce soit via sa politique de dividende ou autrement (ex., rachats d'actions, remboursement de certains investissements, paiement de bonus aux propriétaires/dirigeants, etc.) :

##### *Contraintes directes :*

- L'emprunteur doit obtenir l'approbation écrite avant de rembourser des sommes dues aux dirigeants, actionnaires et entités reliées d'un montant supérieur à ...
- L'emprunteur doit obtenir l'approbation écrite avant de déclarer et verser des dividendes ou bonis, effectuer des retraits ou racheter des actions d'un montant supérieur à ...
- L'emprunteur doit obtenir l'approbation écrite avant d'augmenter les salaires des principaux dirigeants de plus de ...
- engagement à maintenir son compte d'opérations principal chez le créancier et à effectuer ses opérations courantes par l'entremise de ce compte.

##### *Contraintes comptables :*

*Note : le respect des clauses comptables décrites ci-dessous limite la capacité de l'entreprise à distribuer ses actifs au-delà d'un certain niveau.*

- Maintenir/atteindre un ratio de fonds de roulement égal ou supérieur à ...
- Maintenir/atteindre un montant de fonds de roulement minimum de ...
- Maintenir/atteindre un ratio d'endettement inférieur ou égal à ...
- Maintenir/atteindre une participation des actionnaires égale ou supérieure à ...
- Maintenir/atteindre un avoir net minimal de ...
- Maintenir/atteindre un ratio de dette à LT sur l'avoir net inférieur ou égal à ...
- Maintenir/atteindre un ratio de couverture du service de la dette (par les fonds disponibles) égal ou supérieur à ...

#### B. Clauses portant sur l'émission de nouvel endettement

Les clauses suivantes sont classées comme visant à restreindre la capacité de l'entreprise à entreprendre des actions qui diluent la « garantie » offerte par l'entreprise au prêteur :

##### *Contraintes directes :*

- L'entreprise doit obtenir la permission avant de consentir une garantie ou cautionner des tiers.
- Engagement conjoint et solidaire de l'emprunteur et des actionnaires ou associés à couvrir tout dépassement de coûts et tout déficit d'opération ...

---

<sup>4</sup> Certaines clauses comptables peuvent être classées sous différentes catégories. Nous avons tenté de minimiser ce genre de situation cependant 4 clauses comptables sont classées dans plus d'une catégorie.



**Contraintes comptables :**

*Note : le respect des clauses comptables décrites ci-dessous limite la capacité de l'entreprise à réemprunter au-delà d'un certain niveau.*

- Maintenir/atteindre un ratio d'endettement inférieur ou égal à ...
- Maintenir/atteindre un ratio de dette à LT sur l'avoir net inférieur ou égal à ...
- Maintenir/atteindre un ratio de couverture du service de la dette (par les fonds disponibles) égal ou supérieur à ...

**C. Clauses portant sur le changement du niveau de risque des activités de l'entreprise**

Les clauses suivantes sont classées comme restreignant la capacité de l'entreprise à augmenter le risque de ses activités :

**Contraintes directes :**

- Obtenir la permission écrite avant de modifier la nature de ses activités.
- Obtenir la permission écrite avant de faire des placements.
- Obtenir la permission écrite avant de consentir des prêts ou des avances.
- Obtenir la permission écrite avant de procéder à l'acquisition d'une autre entreprise ou à une fusion.
- Obtenir la permission écrite avant de faire une dépense en capital ou en immobilisation d'un montant supérieur à ...
- Rencontrer certaines exigences environnementales ...
- Respecter intégralement les conditions du programme/garantie ou de l'assurance gouvernementale ...
- La police d'assurance tous risques devra inclure les clauses ...
- Maintenir une assurance responsabilité civile d'un montant minimal de ...
- Maintenir une couverture d'assurance vie sur la personne de ... d'un montant minimum de ...
- Restriction sur l'utilisation des fonds empruntés.

**D. Clause portant sur le sous investissement**

Suite à l'analyse des clauses de l'échantillon, il n'a pas été possible de trouver de clauses qui contraignaient directement l'entreprise à entreprendre toutes activités qui permettaient de maximiser sa valeur. Cependant, une clause qui contraint l'entreprise à maintenir ou atteindre un ratio de couverture des intérêts minimum force cette dernière à entreprendre les projets qui permettent de générer suffisamment de fonds pour atteindre cette couverture.

**Contraintes comptables :**

- Maintenir/atteindre un ratio de couverture du service de la dette (par les fonds disponibles) égal ou supérieur à ...

## Références

- Bagnoli M., H.T. Liu et S.G. Watts (2006) "Family firms, debtholder-shareholder agency costs and the use of covenants in private debt," Octobre, 2008 (available at: <http://ssrn.com/abstract=981747>).
- Begley J. et R. Freedman (2004) "The changing role of accounting numbers in public lending agreements," *Accounting Horizons*, vol. 18, n°2, pp. 81-97.
- Begley J. et S. Chamberlain (2005) "The use of debt covenants in public debt : the role of accounting quality and reputation", *Working Paper Series*, Canada.
- Dichev I. et D. Skinner (2002) " Large sample evidence on the debt covenant hypothesis," *Journal of Accounting Research*, pp. 1091-1123.
- Galai D. et Masulis R.W. (1976) "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 53-81.
- Myers S.C. (1977) " Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics*, pp. 147-175.
- Nash R. C. Netter J.M. et Poulsen A.B. (2003) "Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants," *Journal of Corporate Finance*, n°9, pp.201-232
- Smith C. W. et J. B. Warner (1979) " On financial contracting: an analysis of bonds covenants," *Journal of Financial Economics*, vol. 7, June, pp. 117-161.
- Thornton D. (1985) "Accounting Principles in Bond Covenants : Policy Perspectives and Canadian Evidence," *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 2, pp. 139-160.