

# LES CARACTERISTIQUES DES CONTRATS DE DETTE ET LES CLAUSES RESTRICTIVES COMPTABLES : QUELS LIENS ?

**Julien Bilodeau**, PhD. CA., Professeur titulaire, **UQAM**,

Case postale 8888, succursale, Centre-ville, Montréal (Québec), H3C 3P8 Canada.

[bilodeau.julien@uqam.ca](mailto:bilodeau.julien@uqam.ca)

**Idir Cherief**, PhD., stagiaire post-doctoral, **HEC-Montréal**,

3000 Ch. De la côte Ste Catherine, Montréal (Québec), H3T 2A7 Canada.

[idir.cherief@hec.ca](mailto:idir.cherief@hec.ca)

**Réal Labelle**, PhD. CA., Professeur titulaire, **HEC-Montréal**,

3000 Ch. De la côte Ste Catherine, Montréal (Québec), H3T 2A7 Canada.

[real.Labelle@hec.ca](mailto:real.Labelle@hec.ca)

**Franck Missonier-Piera**, PhD. CMA., Professeur assistant, **ESSEC Business School**,

Ave. Bernard Hirsch, 95021 Cergy-Pontoise, France.

[missionier-piera@essec.fr](mailto:missionier-piera@essec.fr)

# LES CARACTERISTIQUES DES CONTRATS DE DETTE ET LES CLAUSES RESTRICTIVES COMPTABLES : QUELS LIENS ?

## *Résumé*

Cette étude examine les facteurs déterminants le recours aux données comptables dans les contrats de dette. Les résultats suggèrent que le recours aux clauses comptables est positivement associé au risque de l'émetteur et aux dettes remboursables, et négativement à la maturité du prêt et la taille de la firme.

**Mots clés.** — Dettes, données comptables, clauses restrictives, théorie de l'agence.

## *Abstract*

This paper examines factors likely to affect the use of accounting-based debt covenants in public debts. Empirical results suggest that the use of accounting-based covenants is positively associated with debtors risk and callable bonds and negatively with the debt maturity and the firm's size.

**Key words.** — Debt, Accounting Data, Debt-covenants, Agency Theory.

## I. Introduction

Cette étude vise à mieux comprendre le rôle joué par l'information comptable dans les contrats de dette. Dans le cadre du débat sur la gouvernance, plusieurs recherches ont été menées autour de l'usage de l'information financière et comptable.<sup>1</sup> Cette littérature s'est surtout focalisée sur les contrats de rémunération. Il s'agissait de mettre en place des mécanismes susceptibles d'optimiser les incitations des dirigeants à agir dans le sens de la maximisation de la valeur de la firme.<sup>2</sup> Suite à la multiplication récente des scandales financiers, beaucoup d'interrogations resurgissent quant aux conditions d'efficacité des contrats de dette dans la réduction des conflits d'intérêt entre actionnaires, créanciers et dirigeants et comme moyen de contrôle des actions de ces derniers (Jensen, 1986). Cette évolution s'accompagne d'un regain d'intérêt sur le rôle de l'information comptable dans les mécanismes de gouvernance de la firme.<sup>3</sup> Des études telle que celle de Dichev et Skinner (2002) ont, en effet, mis en évidence que des emprunteurs tentent de s'affranchir des contraintes imposées dans les clauses restrictives (*debt covenants*) inhérentes aux contrats de dette. Ces travaux confirment ainsi la thèse de Watts et Zimmerman (1986 et 1990) sur les incitations qu'ont les dirigeants à manipuler les informations comptables pour respecter les critères (i.e. seuils comptables) fixés dans les contrats de dette.

Dans la mesure où l'efficacité des clauses comptables<sup>4</sup> dans l'atténuation des problèmes d'agence de la dette semble être mise en cause,<sup>5</sup> il peut être souhaitable d'examiner empiriquement la

---

<sup>1</sup> Des agents opportunistes peuvent tirer profit de contrats incomplets pour maximiser leur propre utilité au détriment des autres parties prenantes. La gouvernance d'entreprise comprend des mécanismes dont le but est de protéger les intérêts des investisseurs (Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 2000). Le rôle de gouvernance des données comptables peut alors être défini comme l'utilisation de données comptables externes (i.e. publiées) dont le but est de promouvoir l'efficacité de la gouvernance des entreprises (Bushman et Smith, 2001, p. 238).

<sup>2</sup> Dans une moindre mesure, le rôle de gouvernance des données comptables a aussi fait l'objet d'étude dans le cas des proxy contests (DeAngelo, 1988), des prises de contrôle d'entreprise (Palepu, 1986), au sein des conseils d'administration (Dechow et al. 1996; Beasley, 1996), des litiges entre actionnaires (Kellog, 1984; Francis et al. 1994; Skinner, 1994), de la fonction d'audit (Feltham et al. 1991; DeFond et Subramanyam, 1998), des contrats de prêts (Smith et Warner, 1979; Leftwich, 1981; Press et Weintrop, 1990; Sweeney, 1994).

<sup>3</sup> Après un certain déclin de son usage dans l'élaboration des mécanismes incitatifs (Bushman et Smith, 2001).

<sup>4</sup> Dans la suite du papier, l'expression « clauses comptables » fait référence aux clauses restrictives des contrats de prêts reposant sur des données comptables.

<sup>5</sup> En outre, l'économie actuelle se caractérise par des entreprises dont la valeur dépend d'actifs intangibles et d'opportunités d'investissement. Or, la valeur de ces actifs est difficilement mesurable (par la comptabilité), et en conséquence mal représenté par des postes comme le Goodwill, les brevets et licences, etc. En outre, de nombreuses activités commerciales sont affectées par l'impact général de la nouvelle économie, du développement des marchés de capitaux et du recours aux instruments financiers. Ce phénomène influence profondément le processus comptable de *reporting financier*. Dès lors, la pertinence des données comptables — notamment comme outil contractuel — est devenu un problème majeur pour les partenaires de la firme qui recourent à ses états financiers dans leurs relations contractuelles, tout particulièrement les créanciers.

présence de telles clauses contractuelles (i.e. reposant sur des données comptables) et, d'une façon générale, d'identifier un certain nombre de déterminants du recours aux données comptables dans les contrats de prêts. L'objet de cette étude est ainsi double. (1) Il est d'offrir une analyse de l'évolution temporelle des clauses des contrats de prêts, pour voir, si dans le cas canadien, l'hypothèse de leur déclin au profit de mécanismes implicites *ex post* (Eastman et Viswanath, 2003) est confirmée ou si, au contraire, elles jouent toujours un rôle central, notamment dans les contrats publics de dette (Douglas, 1993). (2) Il est de déterminer dans quelle mesure la présence de clauses comptables est associée aux caractéristiques de l'emprunt (maturité, taille de l'emprunt, etc.).

Ce papier se veut une contribution à la littérature existante sur plusieurs aspects. Tout d'abord, alors que la majorité des études traitant des contrats de dette, tant cotée que privée, portent sur des périodes de temps limitées, les contrats étudiés dans la présente étude portent sur la période 1978-2002, ce qui permet d'offrir vision globale du rôle et du poids de l'information comptable dans les contrats de dette publique. Ensuite, l'échantillon (442 contrats) comprend des dettes dont l'impact de certaines de leurs caractéristiques (ex. convertibilité) sur la présence de clauses comptables est encore relativement peu étudié. Enfin, la plupart des études empiriques portent sur des données américaines (ex. Begley, 1994) ou anglaises (ex. Citron, 1992). L'environnement institutionnel canadien est encore peu étudié. Les résultats empiriques de cette étude montrent un recours important aux clauses comptables, à tout le moins dans le cas canadien, et cela sur une période de temps relativement importante. La présence et surtout le nombre de ces clauses semblent être associés positivement au risque de l'émetteur et à la possibilité qu'ont les obligataires de se faire racheter leur investissement, et d'autre part négativement à la taille de l'emprunteur et la maturité du prêt.

La deuxième section de ce papier traite du rôle des données comptables dans les contrats de prêts et propose des hypothèses testables quant à leur présence. La troisième section présente la méthodologie employée et la quatrième section les résultats empiriques. La dernière section offre une conclusion et des pistes de recherches futures.

## II. Contrats de prêts et information comptable

Bon nombre de contrats implicites et explicites gouvernent les relations entre la firme et ses principaux partenaires. Les contrats de rémunération des dirigeants et les contrats de prêts sont des exemples classiques des mécanismes de gouvernance des entreprises. Les premiers ont pour but d'aligner les intérêts (financiers) des dirigeants avec ceux des actionnaires. En effet, Berle et Means (1932) et surtout Jensen et Meckling (1976) ont mis en évidence l'existence de coûts d'agence résultant des divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants. Les développements de la théorie financière ont montré la position privilégiée des dirigeants au sein de l'entreprise. En tant que décideurs, ces derniers peuvent être incités de tirer profit de l'avantage informationnel dont ils disposent, afin de s'accaparer une partie des richesses produites par l'entreprise au détriment des investisseurs actionnaires. Dans la mesure où elle permet de contrôler l'action des dirigeants, la dette peut apparaître comme une réponse (non nécessairement optimale) limitant la latitude managériale (Jensen 1986). Toutefois, le recours à l'emprunt n'est pas sans entraîner à son tour un certain nombre de conflits découlant des problèmes de distribution excessive de dividendes, de sous investissement, de dilution des créances ou encore de substitution d'actifs.<sup>6</sup> Les créanciers ajustent le prix de la dette en fonction de l'importance de ces conflits. Les actionnaires/dirigeants rationnels vont alors inclure des clauses particulières dans les contrats de prêts afin de limiter ces conflits et de réduire le coût du financement externe.

Dans la plupart des cas, les données comptables sont utilisées pour contrôler la bonne exécution des contrats de rémunération et/ou de prêts (i.e. *stewardship concept*). Un grand nombre d'études

---

<sup>6</sup> Dans le cadre de la théorie de l'agence, quatre sources de conflits entre créanciers et actionnaires peuvent être identifiées. La première provient du paiement des dividendes. Une entreprise peut vendre ses actifs (ou réduire ses investissements) pour être en mesure de verser des dividendes aux actionnaires. À l'extrême, la dette peut n'avoir plus de valeur si la firme vend tous ces actifs pour verser un dividende de liquidation. La dilution des créances est une seconde source de conflit et survient lorsqu'une entreprise émet de nouvelles dettes de même priorité que celles déjà présentes. Les garanties que représentent les actifs de la firme sont donc diluées sur un plus grand nombre de créanciers. Le sous-investissement est une autre source de conflit. Par définition, les dirigeants décideront au moment opportun s'ils doivent effectuer ou non un investissement (i.e. profiter d'une opportunité d'investissement). Ils n'effectueront pas cet investissement si sa valeur actuelle — même positive — est inférieure au montant que la firme doit rembourser à ses créanciers, générant ainsi un problème de sous-investissement (Myers, 1977). La dernière source de conflits provient du risque associé à la substitution des actifs. Il survient lorsque les actionnaires ont la possibilité d'entreprendre des projets d'un risque plus grand que celui pour lequel les créanciers ont accordé leurs fonds (Galai et Masulis, 1976). Le gain additionnel résultant de l'accroissement du risque ne profitera qu'aux actionnaires, alors que les créanciers reçoivent une rémunération fixe.

ont ainsi été menées sur le rôle de gouvernance des données comptables. Cette littérature, principalement focalisée sur les contrats de rémunération des dirigeants, semble avoir détecté ces dernières années une tendance à la baisse du recours à des données comptables dans les contrats de rémunération (Bushman et Smith, 2001) à tout le moins aux USA. Les clauses reposant sur des données comptables jouent cependant aussi un rôle prépondérant dans la conception des contrats de prêts.

## 2.1 Les clauses des contrats de prêts

Relativement peu d'études ont examiné empiriquement la réalité des contrats de prêts d'un point de vue comptable. Il est vrai que le coût du recueil des informations est relativement important. Quand bien même, les recherches se sont concentrées sur des données américaines (US). L'une des premières études majeures dans ce domaine (peut être la plus synthétique) est celle de Smith et Warner (1979).<sup>7</sup> Ces auteurs ont classé les clauses restrictives en quatre catégories : clauses d'investissement, clauses de dividendes, clauses de financement et clauses de contrôle des activités des dirigeants. Bien que de nombreuses clauses restrictives existent, il convient de garder à l'esprit que du fait de l'identité des liquidités, les politiques de financement, de dividendes et d'investissement ne sont pas indépendantes. Dès lors, les clauses qui limitent les dividendes (par exemple) et le type de financement limitent aussi la politique d'investissement d'une entreprise.

### *Clauses d'investissement/Production*

Ces clauses ont principalement pour but de limiter les conflits liés aux problèmes de substitution des actifs et de dilution des créances. Dans le premier cas, il s'agira par exemple de limiter les acquisitions de certains actifs, comme des actifs financiers ou encore de restreindre les possibilités de fusion avec d'autres entités. Sans une telle protection, la valeur de la dette peut être réduite du fait que la rentabilité (ou la structure du capital) de l'entité absorbée est différente de l'entreprise acquéreuse. Ces clauses en protégeant les créanciers engendrent des coûts d'opportunités importants pour les actionnaires qui peuvent être contraints à renoncer à des projets rentables. D'autres types de clauses demandent le nantissement de certains actifs ou le

---

<sup>7</sup> Cette étude n'examine pas des contrats de dette mais un recueil des procédures utilisées dans ces contrats (i.e. *compendium*).

maintien d'un niveau de fonds de roulement. Cette dernière clause est souvent considérée comme un outil d'avertissement en cas de dégradation de la situation financière de la firme.

#### *Clauses de dividendes*

Les clauses des contrats de prêts limitent généralement le versement de dividendes aux actionnaires (i.e. y compris le rachat d'actions). En effet, dans la mesure où le paiement de dividendes peut être financé par une réduction des investissements (ou une émission de dette), il réduit la valeur de la dette en réduisant la valeur future attendue des actifs de la firme (i.e. à la date de maturité de l'emprunt) en augmentant le risque de défaillance. Les clauses de dividendes devraient permettre la réduction du problème de sous investissement, par exemple en exigeant un niveau minimum de bénéfices avant toute autorisation de dividendes.

#### *Clauses de financement*

Afin de limiter l'effet de dilution des créances, les contrats peuvent limiter le recours à de nouveaux emprunts, à tout le moins avec le même degré de priorité. Dans les faits, on observe toutefois que l'émission de dette peut être autorisée sous certaines conditions, comme par exemple le respect de ratios tels que (a) actifs corporels sur dettes financières, (b) un minimum de fonds de roulement ou encore (c) une couverture des intérêts suffisante.

#### *Autres clauses*

Certains contrats réclament la mise en place de fonds dédiés qui servent simplement à amortir l'emprunt avant sa date de remboursement effective. D'autres précisent les conditions auxquelles les créanciers peuvent demander le remboursement anticipé de leur prêt (*Callable Bonds*). Enfin, dans la mesure où un certain nombre de clauses contractuelles reposent sur des données comptables, la qualité des informations publiées par l'entreprise est une nécessité pour les créanciers. Ainsi, des clauses exigent que l'entreprise publie des états financiers annuels audités (voire trimestriels) ou encore que les ratios comptables soient établis en conformité avec les règles comptables en usage (GAAP). Le tableau (1) suivant présente le type de clauses selon les conflits qu'elles sont censées atténuer.

**Tableau 1: Nature des clauses et conflits d'agence**

	<i>Problème des dividendes</i>	<i>Sous investissement</i>	<i>Substitution des actifs</i>	<i>Dilution des créances</i>
<i>Clauses d'investissement</i>			X	X
<i>Clauses de dividendes</i>	X	X		
<i>Clauses de financement</i>				X
<i>Autres clauses</i>		X		

## 2.2 Facteurs explicatifs

Dans la mesure où l'on associe le niveau d'endettement avec le risque de défaillance d'une entreprise, la plupart des études se contentent de faire l'hypothèse d'une association positive entre la présence de clauses restrictives (et/ou leur degré de contrainte) et le niveau d'endettement de la firme, sans systématiquement le vérifier empiriquement. Il n'est pas certain que cette association soit permanente. Pour mieux comprendre le rôle exact des clauses restrictives sur les procédures comptables des entreprises, il convient de comprendre les facteurs susceptibles d'affecter leur présence ainsi que leur nature plus ou moins contraignante. Trois principaux facteurs ont été identifiés par la littérature comptable et financière. (1) Selon la nature des actifs de la firme, l'utilité des données comptables dans les contrats en général et les contrats de prêts en particulier n'est pas systématiquement pertinente dans la mesure où les données comptables n'offrent pas la même qualité de mesure de la rentabilité économique. Une entreprise est composée d'actifs en place dont la valeur est facilement identifiable, et d'opportunités d'investissement dont la valeur dépend d'investissements futurs discrétionnaires (Myers, 1977). Or, compte tenu de la prudence des évaluations comptables, lorsque les actifs de la firme sont principalement composés d'opportunités d'investissement, les données comptables sont de piètres indicateurs de la performance de la firme (Smith et Watts, 1992; Gaver et Gaver, 1993). Dès lors, on peut s'attendre à un faible recours aux informations comptables dans les clauses des contrats de prêts pour les entreprises de cette nature.<sup>8</sup> (2) La nature de la dette (i.e privée vs. cotée) est aussi un

<sup>8</sup> Par ailleurs en présence d'opportunités d'investissement certaines clauses contractuelles peuvent être fortement préjudiciables aux entreprises et entraîner un problème de sous-investissement si elles doivent renoncer à des projets



facteur à prendre en compte (El-Gazzar et Pastena, 1991; Begley, 1994). En effet, les propriétés de gouvernance des contrats de prêts diffèrent selon la nature de l'emprunt (Lemke et Page, 1989; Haubrich, 1989; Neave, 1991), tout particulièrement en termes de coûts de négociation. Les flux d'information entre la banque (i.e. dette privée) et la firme sont plus importants qu'avec la plupart des autres créanciers (elle est tenue au secret professionnel). La situation de la firme est évaluée régulièrement. En conséquence, le coût de l'audit financier de la firme est plus élevé pour un créancier « externe ». Toutefois, contrairement aux dettes cotées, les dettes privées sont généralement détenues par un plus petit nombre de créanciers, réduisant d'autant les coûts de négociation et de renégociation (Smith et Warner, 1979; Beneish et Press, 1993; Smith, 1993). Le nombre de clauses et leur degré de contrainte devrait donc être plus important (Sweeney, 1994). La violation d'une clause par l'entreprise ne devrait pas entraîner systématiquement sa faillite, mais plutôt une simple procédure de renégociation des termes du contrat.<sup>9</sup> (3) Enfin, il est généralement admis que les clauses sont censées réduire les conflits entre actionnaires et créanciers. Or, cette analyse repose sur l'hypothèse selon laquelle il y aurait une convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Dans le cas contraire, c'est-à-dire lors d'un alignement des intérêts entre créanciers et dirigeants, on peut s'interroger sur la nécessité des clauses « restrictives » (Begley et Feltham, 1999; Douglas, 2003). En effet, dans la mesure où (par définition) elles contraignent la latitude managériale, les clauses pourraient même réduire la valeur de la dette en limitant les possibilités d'investissements rentables opérées par l'équipe dirigeante.

Ce papier s'intéresse plus spécifiquement aux caractéristiques de la dette comme déterminants du recours aux clauses comptables. Le choix des caractéristiques des contrats de dette est tributaire, pour une large part, des problèmes d'agence propres à chaque firme. Les réponses vont donc varier d'un contrat de dette à un autre. L'hypothèse centrale testée dans cette étude est que

---

rentables parce qu'elles sont proche d'une limite contractuelle. C'est le cas notamment des clauses limitant le niveau d'endettement qui précisent les actifs et les dettes susceptibles d'être exclus du calcul du ratio. Les actifs généralement non retenus sont les actifs incorporels (Goodwill, R&D) et les actifs qui ne peuvent servir de sûreté aux créanciers comme les actifs à l'étranger (Whitted et Chan, 1992).

<sup>9</sup> L'endettement n'entraîne plus les mêmes coûts de faillite comparativement aux années antérieures. Comme le souligne Jensen (1989, p. 73) « Les banques et les créanciers actifs préfèrent chercher des solutions aux problèmes financiers des firmes (...) en recourant à une gestion privée du problème, (...) avant de recourir à la solution formelle de la faillite ».

certaines paramètres des dettes se substituent aux clauses restrictives (ex. maturité, convertibilité) et/ou compensent leurs absences (ex. prime de risque).

Peu de travaux empiriques ont accrédité la thèse du signal selon laquelle dans un contexte d'asymétrie informationnelle, les entreprises préfèrent accepter des clauses comptables restrictives pour signaler la meilleure qualité de leurs projets et se distinguer ainsi des autres firmes.<sup>10</sup> La limitation de la maturité de la dette constitue un moyen permettant aux prêteurs de limiter leur risque. Myers (1977) a montré que l'émission de la dette à court terme peut constituer une alternative aux clauses restrictives pour prévenir le risque connu du sous investissement, celui-ci pouvant être contré également par le choix d'une dette remboursable ou par la limitation du niveau d'endettement. Il est donc possible de considérer que :

*H1 : Le recours aux clauses comptables est associé négativement à la maturité du prêt.*

Contrairement aux emprunts à taux fixe, les titres convertibles offrent, du fait de leur nature hybride, une meilleure protection contre le risque de transfert de richesse entre actionnaires et créanciers dans la mesure où ils offrent la possibilité à ces derniers de devenir actionnaires (Brennan et Schwartz, 1988). La présence de clauses restrictives devrait être plus faible. A l'inverse, les clauses de rachat des obligations (*redeemable bonds*) au gré de l'émetteur font craindre aux créanciers une possibilité de transfert de richesse supplémentaire au profit des actionnaires. Le besoin de protection des créanciers, et donc la présence de clauses, devrait être plus grand.

*H2 : Le recours aux comptables est associé négativement à la présence de clauses de convertibilité.*

*H3 : Le recours aux clauses comptables est associé positivement à la présence de clauses de rachat.*

Une dette garantie protège le créancier contre les risques de dilution et de substitution des actifs (Leeth et Scott, 1989) et offre *de facto* une alternative aux clauses restrictives ou du moins à

<sup>10</sup> Dans le cas de la dette à court terme, des entreprises en relative bonne situation financière peuvent choisir des dettes à court terme tant pour se signaler que pour éviter de payer un coût plus élevé induit par l'allongement de la maturité.

certaines d'entre elles. Sur un examen de dettes cotées américaines, Begley et Freedman (2004) écartent d'ailleurs tous les contrats contenant des dettes convertibles, garanties ou des taux d'intérêts variables de leur échantillon. Ils considèrent en effets que ces aspects peuvent agir comme des substituts aux clauses restrictives. Il convient toutefois de nuancer cette conclusion, car le prêteur peut aussi désirer inclure des clauses interdisant justement des emprunts garanties supplémentaires. L'association peut donc ne pas être négative voire même être positive avec le recours ou non aux clauses restrictives avec information comptable. Il est donc difficile de conclure quand au signe de l'association entre clauses de garantie et recours aux clauses comptables. La réponse restant empirique, on considère l'hypothèse suivante :

*H4 : Le recours aux clauses comptables est associé à la présence de clauses de garantie.*

Enfin, des caractéristiques spécifiques à la firme — notamment sa taille, son niveau d'endettement et son risque — peuvent affecter le recours aux clauses comptables. Par rapport aux petites entreprises, les firmes de grande taille sont considérées comme profitant d'un avantage voire d'une position de force lors des négociations des termes du contrat avec les créanciers. Elles sont donc plus facilement en mesure de négocier une réduction du nombre de clauses restrictives. Par ailleurs, de part leur visibilité ces entreprises sont sujettes à une plus grande attention des investisseurs (actionnaires potentiels, analystes, obligataires, etc.), si bien que leur situation financière est connu du plus grand nombre. L'audit de la qualité financière de telle firme est plus aisé. Ainsi, il semble raisonnable de penser que :

*H5 : Le recours aux clauses comptables est associé négativement à la taille de la firme.*

Une firme qui n'a pas une structure financière saine est plus susceptible de ne pas respecter ses engagements et ses dirigeants sont alors obligés d'accepter les conditions des prêteurs en signant des contrats de dette incluant plusieurs clauses restrictives. L'inclusion de ces clauses dans un

contrat de dette est donc le reflet d'un risque plus élevé du débiteur. Les firmes les plus fortement endettées — donc les plus risquées — devraient donc être les sujettes à l'inclusion de clauses restrictives.

*H6 : Le recours aux clauses comptables dans les contrats de prêt est associé positivement au niveau d'endettement de la firme.*

Le créancier ajuste le taux d'intérêt au risque qu'il encoure lors d'octroi de crédit. L'impact du niveau des taux d'intérêt sur la forme des clauses restrictives est cependant délicat à déterminer. Les taux d'intérêt appliqués à un prêt dépendent à la fois du contexte économique et de la qualité de crédit de l'emprunteur. Des taux d'intérêt élevés impliquent un plus grand risque financier. Les entreprises seront alors plus susceptibles d'émettre des dettes avec des clauses restrictives, notamment celles qui encadrent et restreignent l'endettement et l'investissement (Goyal, 2000). Néanmoins, des taux d'intérêt bas ne signifient pas nécessairement moins de risque. Alors qu'une courbe des taux pentue, traduit un contexte de forte croissance, des taux longs bas peuvent être le reflet d'une récession, ce qui n'est pas nécessairement moins risqué pour les prêteurs. Ainsi, Bradley et Robert (2004) trouvent une association négative entre le « *term spread* »<sup>11</sup> et le nombre de clauses restrictives. A l'inverse, l'association entre la prime de risque (propre à chaque entreprise) et le nombre de clauses restrictives est positive. Les firmes plus risquées emprunteront à des taux d'intérêt plus élevés en plus de subir des contraintes plus nombreuses et plus restrictives. Cependant, il est utile de souligner que certaines entreprises préfèrent encourir un coût de capital plus élevé pour garder leur flexibilité, et recourent pour ce faire aux « *junk bonds* » (Gilson et Warner, 1998).<sup>12</sup> En conséquence, il est possible de proposer l'hypothèse :

*H7 : Le recours aux clauses comptables est associé positivement à la prime de risque (spread de taux) du prêt.*

---

<sup>11</sup> Le « *term spread* » est le différentiel de rendement entre les Bons du Trésor à dix ans et les mêmes Bons à un an.

<sup>12</sup> Le produit de vente des « *junk bonds* » sert à rembourser les dettes bancaires contractées avec des conditions trop restrictives.

## IV. Méthodologie

Cette étude repose sur un examen approfondi de la « réalité » des caractéristiques des clauses des contrats de prêts. Par conséquent, une étape préalable importante de recueil des données est indispensable. Afin de limiter le champ d'investigation seules les dettes cotées font l'objet de cette étude. Les informations relatives aux prêts cotés sont publiques et disponibles dans les *prospectus* d'émission. L'échantillon initial est composé de 600 contrats choisis aléatoirement dans la liste des émissions de dettes publiques des sociétés canadiennes (ou des filiales canadiennes de firmes étrangères) sur la période 1978-2002. Après l'exclusion de tous les contrats portant sur des émissions d'actions privilégiées et ceux dont les caractéristiques ne correspondent pas aux besoins de cette étude (ex. les dettes à taux variables), l'échantillon final ne comporte que 442 contrats de dette d'entreprises non financières.

A partir des *prospectus* de prêt, les différentes clauses comptables (ratio d'endettement, ratio de couverture, poids des actifs tangibles,...) ont été identifiées, soit plus d'une centaine de clauses comptables selon la définition employée dans les contrats. La variable dépendante correspond au nombre de clauses restrictives basées sur des données comptables contenu dans chacun des contrats de dette (*numcov*). Les variables explicatives mesurent ou identifient des caractéristiques propres aux dettes émises, telles que : la maturité, les garanties, la convertibilité, le remboursement anticipé à l'initiative du créancier. Par ailleurs, le risque et le niveau d'endettement et la taille de chaque entreprise font partie des autres facteurs explicatifs retenus.

La maturité de l'emprunt (*maturity*) est une variable continue exprimée en nombre de jours. Elle est obtenue en faisant la différence entre la date d'échéance et la date du contrat de prêt. Trois variables dichotomiques sont utilisées pour identifier les caractéristiques de l'emprunt. L'existence de garantie — par un nantissement d'actifs — dans le contrat de prêt est indiquée par la variable « *secured* », la convertibilité de l'emprunt par la variable « *convertible* », alors que la faculté de rembourser l'emprunt à l'initiative de l'émetteur (avant l'échéance) est identifiée par « *redeemable* ». Trois autres variables explicatives caractérisent l'émetteur. L'endettement (*leverage*) indique le niveau d'endettement de l'entreprise qui a émis le prêt. Il a été obtenu en faisant le rapport entre le total des dettes financières à long terme et le total des actifs. La taille de la firme (*size*) est mesurée par le logarithme du total des actifs. La prime de risque (*prime*) donne une estimation du risque de l'entreprise émettrice. Elle est obtenue en calculant l'écart entre les

taux d'intérêt de la dette et le taux sans risque (obligations du gouvernement canadien) pour des prêts de même échéance. Enfin, l'écart de taux (*spread*) permet de prendre en compte l'influence du contexte économique sur le recours aux clauses restrictives ainsi que le choix de celles-ci. Elle est obtenue en calculant l'écart entre les taux à long terme des obligations du gouvernement canadien et les taux à court terme. Sur le présent échantillon les taux retenus sont ceux à 6 mois appliqués aux Bon du Trésor du gouvernement canadien. Le tableau (2) suivant présente un descriptif statistique de l'ensemble des variables.

**Tableau 2 : Statistique descriptive**

	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Convertible	0.09	0.29	0.00	1.00
Maturity (en jours)	4'337.21	3'335.56	13.00	22'000.00
Redeemable	0.62	0.47	0.00	1.00
Secured	0.21	0.40	0.00	1.00
Leverage	0.63	0.19	0.00	1.08
Size	6.30	0.82	3.33	8.79
Prime (%)	1.16	1.06	- 3.70	7.32
Spread (%)	1.04	1.19	- 2.28	2.57

## V. Résultats empiriques

### 5.1 Analyse descriptive

Selon le tableau 3, seuls 125 contrats de l'échantillon (soit 28 %) ne sont contraints par aucune clause restrictive comportant une information comptable. L'information comptable semble donc jouer un rôle indéniable dans les emprunts obligataires canadiens. Le nombre de contraintes varie d'un contrat à un autre, allant jusqu'à plus de dix clauses. Néanmoins, plus de la moitié des contrats ne contiennent pas plus de trois clauses restrictives. En tenant compte des contrats non contraints par une clause comptable, ce sont plus de trois quart des contrats qui contiennent au plus trois clauses.

Chaque contrat contient en moyenne deux clauses restrictives différentes. Au sein d'un même contrat, les clauses restrictives exprimées par le même ratio ne sont comptabilisées qu'une seule fois dans notre base de données. L'écueil de ce choix réside dans le risque de sous estimer le nombre de clauses restrictives attaché à chaque contrat de dette. Néanmoins, cette méthode présente l'avantage d'éviter tout dédoublement. Même lorsque d'avantage de clauses restreignent à la fois la stratégie financière, la politique d'investissement et /ou les cessions d'actifs, le fait

d'imposer la même variable comptable (respect d'un ratio d'endettement, d'un ratio de couverture, maintien d'une situation nette ...) oblige en réalité le débiteur à respecter un seul critère.

**Tableau 3: fréquence du recours aux clauses comptables**

Nombre de clauses comptables par contrat	Fréquence	Fréquence relative (%)
0	125	28,3
1	110	24,9
2	108	24,4
3	49	11,1
4	32	7,2
5	6	1,4
6	3	0,7
7	3	0,7
8	4	0,9
11	2	0,5
Total	442	100,0

La collecte manuelle des données a permis de relever environ 175 ratios comptables ou définitions de ratios.<sup>13</sup> Au total, 76 de ces ratios ou définitions de ratios (soit 43,18 % du total) ne reviennent qu'une seule fois dans l'ensemble des 442 contrats de notre échantillon,<sup>14</sup> soit un poids relatif peu significatif de 0,23%. De même 41 autres ratios ou définitions de ratios ne sont retenus que deux fois dans toutes les clauses de l'échantillon. On peut toutefois noter que certains ratios ont une présence non négligeable sur l'ensemble des contrats de l'échantillon. C'est le cas notamment du ratio : [Dette Totale/capitalisation] qui est présent dans 30 contrats, tandis que le ratio de couverture : [bénéfice net disponible — dépenses d'intérêts / dettes à long terme] revient dans 23 contrats. Enfin, le ratio : [défaut de paiement sur un montant précis de dette] (exprimée en millions dollars canadiens - CAD) qui est la plus retenue dans les contrats de dette, car présente dans 97 contrats.

## 5.2 Analyse multivariées

Les déterminants du recours à des clauses comptables dans les contrats de prêts sont testés à l'aide de deux régressions. Une régression *Logit* dans la mesure où l'une des variables dépendantes est binaire. Elle prend la valeur 0 lorsque le contrat ne contient pas de clauses

<sup>13</sup> Parfois, un même ratio est défini de plusieurs manières différentes.

<sup>14</sup> Autrement dit, chaque ratio ou définition de ratio n'est retenu que dans une seule clause, ou ne contraint qu'un seul contrat de dette.

reposant sur des données comptables et la valeur 1 sinon. Les résultats sont présentés dans le tableau 4. Une régression linéaire où la variable dépendante (*numcov*) indique le nombre de clauses comptables dans le contrat de prêt (Tableau 5).

**Tableau 4 : Résultat de la régression Logit sur le recours aux clauses comptables**

	Signe attendu	Coefficients	Wald-Statistic
Maturity	+	0.00	0.04
Convertible	—	— 3.30	8.34 ***
Redeemable	+	0.57	1.28
Secured	±	— 0.27	0.16
Size	—	— 0.26	0.56
Leverage	+	— 1.99	1.84
Prime	+	0.04	0.06
Spread	+	0.51	4.94 **
Constant		4.25	3.77 **
Pseudo-R <sup>2</sup> : 18.1 %		Classification correcte : 88 %	
$\chi^2$ du modèle : 20.29 ***		Classification naïve : 77 %	

\*, \*\*, \*\*\* statistiquement significatif au seuil de 10%, 5% et 1% respectivement.

Deux facteurs semblent avoir une influence statistiquement significative sur le recours aux données comptables dans les contrats de prêt. Ainsi que le suggère l'hypothèse H2, la clause de convertibilité semble bien être une clause pouvant se substituer à la présence de clauses restrictives, reposant sur des données comptables (coefficient statistiquement significatif au seuil de 1%). Par ailleurs, le coefficient de la variable *Spread* est positif et statistiquement significatif au seuil de 5%. Ce résultat, qui est contraire à ceux de Bradley et Roberts (2004) est conforme à l'hypothèse H7, en ce sens que des taux d'intérêt plus élevés et donc un risque d'insolvabilité plus importante entraîne un besoin de protection plus important pour les créanciers.

**Tableau 5 : Résultat de la régression linéaire sur le nombre de clauses comptables**

	Signe attendu	Coefficients	Statistique de <i>Student</i>
Maturity	+	— 0.00	— 1.81 *
Convertible	—	— 1.23	— 1.47
Redeemable	+	0.85	2.88 ***
Secured	±	0.05	0.13
Size	—	— 0.43	— 2.21 **
Leverage	+	0.88	1.12
Prime	+	0.38	3.34 ***
Spread	+	0.15	1.17
Constant		3.25	2.60 ***
R <sup>2</sup> – ajusté : 12.4 %		Statistique F : 4.47 ***	

\*, \*\*, \*\*\* statistiquement significatif au seuil de 10%, 5% et 1% respectivement.



Les résultats du tableau (5) sont relatifs au test des déterminants du nombre de clauses comptables dans les contrats de prêt, et donc au degré de contrainte des contrats.<sup>15</sup> Il ressort alors que contrairement à l'hypothèse H1, la maturité (*maturity*) est associée négativement au degré de contrainte du contrat de prêt (coef. significatif au seuil de 10%). Ainsi, comme le suggère Park (2000) dans le cas de prêts syndiqués, l'émission de dettes prioritaires et de plus courte maturité possible, accompagnées de clauses les plus restrictives, peut être considérée comme une condition nécessaire pour maximiser les incitations de contrôle du prêteur *senior*. Cela constitue une entorse à l'hypothèse de substituabilité entre clauses restrictives basées sur l'information comptable et le choix d'une maturité de court terme. La possibilité qu'a l'émetteur de racheter sa dette est un facteur susceptible de motiver l'inclusion de protection plus grande pour les créanciers, conformément à l'hypothèse H3 (coef. de la variable *Redeemable* significatif au seuil de 1%). Les caractéristiques propres de l'émetteur peuvent affecter le degré de contrainte des contrats de dette. Conformément à l'hypothèse H 5, la taille (*size*) — mesure de qualité de l'émetteur — est associée négativement au nombre de clauses comptables (coef. significatif au seuil de 5%). Enfin, le risque (*prime*) de l'émetteur accroît le degré de contrainte demandé par les créanciers (coef. significatif au seuil de 1%).

## VI. Conclusion

Cette étude examine empiriquement les déterminants du recours aux clauses restrictives reposant sur des données comptables. Sur un échantillon canadien de 442 contrats de dettes cotées — sur la période 1978-2002 — il ressort que les caractéristiques de la dette telles que : la maturité du prêt, ses options de conversion et de rachat (au gré de l'émetteur) ; affectent significativement le recours aux clauses comptables et le degré de contrainte du contrat. En outre, la qualité de l'emprunteur (sa taille et son risque) est prise en considération lors de la définition des termes du contrat. D'une façon générale, les clauses comptables sont effectivement utilisées afin de protéger les intérêts de créanciers, et peuvent servir de substitut à certains paramètres du prêt.

---

<sup>15</sup> On peut raisonnablement considérer que, bien que ce ne soit pas systématiquement vrai, la plupart des clauses restrictives reposent sur des données comptables.

## Bibliographie

- Beasley, M. (1996) « An Empirical Analysis of the Relation Between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud », *The Accounting Review*, vol. 71, n°4, pp. 443-466.
- Begley, J. (1994), « Restrictive Covenants Included in Public Debt agreements: an Empirical Investigation », *Working Paper*, University of British Columbia.
- Begley, J. et A. Feltham (1999), « An Empirical Examination of the Relation Between Debt Contracts and Management Incentives », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, pp.229-259.
- Beneish, M.D. et E. Press, (1993), « Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants », *The Accounting Review*, vol. 68 (April), pp. 233-257.
- Berle, A. et G. Means, (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Commerce Clearing House.
- Bushman, R.M. et A.J. Smith, (2001) « Financial Accounting Information and Corporate Governance », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 237-333.
- Citron, D. (1992), « Financial Ratio Covenants in UK Bank Loan Contracts and Accounting Policy Choice », *Accounting and Business Research*, vol. 22, n°88, Autumn, pp. 322-36.
- DeAngelo, L. (1988) « Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contest », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, n°1, pp. 3-36.
- Dechow, P., Sloan, R., et A. Sweeney, (1996) « Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC », *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, n°1, pp. 1-36.
- DeFond, M., et K.R. Subramanyam, (1998) « Auditor Changes and Discretionary Accruals », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, n°1, pp. 35-67.
- Douglas, Alan V.S. (2003), «Corporate governance and Accounting-Based Debt Covenants», *Contemporary accounting Research*, vol. 20, n 4, pp.645-83.
- El-Gazzar, S. et V. Pastena, (1991), « Factors Affecting the Scope and Initial Tightness of Covenant Restrictions in Private Lending Agreements », *Contemporary Accounting Research*, vol. 8, n°1, pp. 132-151.
- Feltham, G., Hughes, J., et D. Simunic, (1991) « Empirical Assessment of the Impact of Auditor Quality on the Valuation of New Issues », *Journal of accounting and Economics*, vol. 14, n°4, pp. 375-399.
- Francis, J., Philbrick, D., et K. Schipper, (1994) « Shareholders Litigation and Corporate Disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol. 32, n°2, pp. 137-164.
- Galai, D. et R.W. Masulis (1976), « The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 53-81.
- Gaver, J. et K. Gaver, (1993), « Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 125-160.
- Haubrich, J. (1989), « Financial Intermediation: Delegated Monitoring and Long-Term Relationships », *Journal of Banking and Finance*, vol. 13 (March), pp. 9-20.
- Jensen, M.C. (1986) « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. (1989), « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, Sept-Oct., pp. 61-74.
- Jensen, M.C. et W.H. Meckling (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Kellogg, R. (1984) « Accounting Activities, Security Prices, and Class Action Lawsuits », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 6, pp. 185-204.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., et R. Vishny, (2000) « Agency Problems and Dividend Policies Around the World », *Journal of Finance*, vol. 55, n°1, pp. 1-33.
- Leftwich, R. (1981) « Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, n°1, pp. 3-36.
- Lemke, K.W. et Page, M.J. (1989), « A Transaction Cost Perspective of Accounting Policy Choices », *Working Paper*, (Canada).
- Myers, S.C. (1977) « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-175.
- Neave, E.H. (1991), *The Economic Organization of Financial System*, Routledge.
- Palepu, K. (1986) « Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n°1, pp. 3-36.

- Press, G., et J. Weintrop, (1990) « Accounting-based Constraints in Public and Private Debt Agreements: Their Association With Leverage and Impact on Accounting Choice », *Journal of Accounting and Economics*, vol 12, n°1-2, pp. 65-95.
- Shleifer, A. et R. Vishny, (1997) « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n°2, pp. 737-783.
- Skinner, D., (1994) « Why Firms Voluntarily Disclose Bad News », *Journal of Accounting Research*, vol. 32, pp. 38-60.
- Smith, C. (1993), « A Perspective on Accounting-Based Debt Covenant Violations », *The Accounting Review*, vol. 63 (April), pp 289-303.
- Smith, C., et J. Warner (1979) « On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants », *Journal of Financial Economics*, vol. 7, n°2, pp. 117-161.
- Smith, C. et R. Watts, (1992), « The Investment Opportunity set Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 263-292.
- Sweeney, A. (1994) « Debt-covenant Violations and Manager's Accounting Responses », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, n°3, pp. 281-308.
- Watts, R. et J. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, (Englewood Cliffs NJ: Prentice-Hall).
- Watts, R. et J. Zimmerman (1990), « Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective », *The Accounting Review*, vol. 65, n°1, pp. 131-156.
- Whittred, G et Y.K. Chan (1992), « Asset Revaluation and the Mitigation of Under-Investment », *Abaccus*, vol. 28, n°1, pp. 58-74.