

# Le rôle des actions dans le financement des sociétés en Belgique

V. Baugnet  
G. Wuyts

## Introduction

Les entreprises sont confrontées à long terme à deux types de décisions financières. La première concerne le choix des investissements à réaliser, ce que la littérature appelle *capital budgeting*, et la seconde concerne le financement de ces investissements. Généralement, une entreprise dispose de plusieurs moyens pour financer ses investissements réels, comme le recours au financement interne, le recours au crédit ou l'émission d'actions. Le présent article se concentre sur cette dernière option de financement, et a plus précisément pour objectif d'offrir une analyse du rôle des actions dans le financement des sociétés non financières en Belgique, aussi bien au niveau de son importance que des déterminants sous-jacents à ce choix.

La première partie analyse la place qu'occupent les actions dans le financement des sociétés non financières en Belgique sur la base des comptes financiers. L'importance respective des actions non cotées et cotées est ensuite abordée.

La deuxième partie est consacrée aux déterminants de la structure du capital et examine les facteurs qui peuvent amener les entreprises à opter pour le financement par actions. Une analyse empirique de la structure du capital des sociétés non financières en Belgique fait suite à la présentation de la théorie de la structure du capital dans son ensemble.

Enfin, la troisième partie traite de l'influence des variables macroéconomiques, telles que les investissements réels et financiers et les coûts de financement, sur le « calendrier »

des émissions d'actions. Cette analyse prend appui sur une estimation du coût d'émission d'actions cotées pour les entreprises belges.

## 1. Financement des sociétés non financières en Belgique

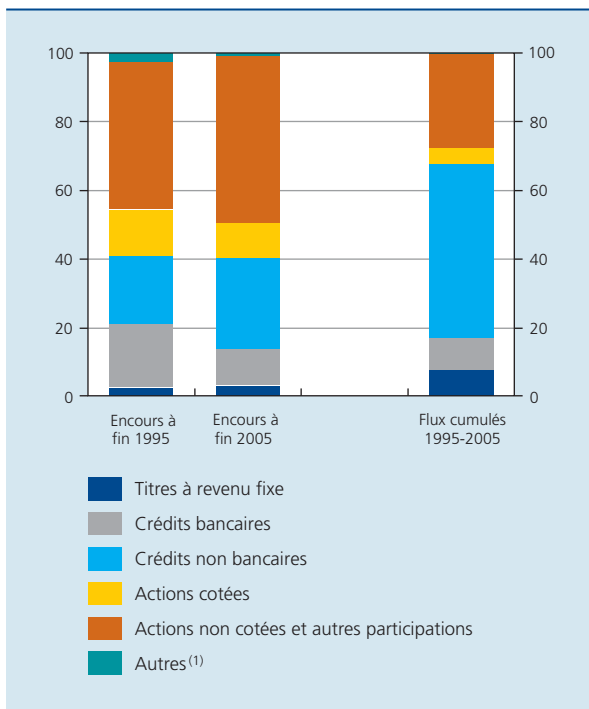
### 1.1 Vue d'ensemble

Les émissions d'actions représentent une source importante de financement des sociétés non financières en Belgique. Au cours de la période 1995-2005, leur part dans les nouveaux engagements cumulés des sociétés non financières s'est élevée à 32 p.c., soit 27 p.c. pour les actions non cotées et autres participations et 5 p.c. pour les actions cotées. Elles ont constitué le deuxième canal de financement par ordre d'importance, la première place, soit 51 p.c. de l'ensemble, revenant au crédit non bancaire, qui recouvre essentiellement des prêts en provenance d'autres sociétés non financières, belges et étrangères. Les sociétés non financières recourent également, mais dans une moindre mesure, au crédit bancaire et à l'émission de titres à revenu fixe, qui ont représenté respectivement 9 et 7 p.c. des flux cumulés globaux de financement pour la période 1995-2005.

Par rapport à la structure de financement des entreprises belges dans le passé, la dernière décennie a été marquée par une perte d'importance du rôle joué directement par les banques et par une forte croissance des flux de fonds entre entreprises, qu'elles soient liées ou non, qu'elles

**GRAPHIQUE 1** ENGAGEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE

(ventilation par instrument, pourcentages du total)



Source : BNB.

(1) Comprend certains crédits commerciaux et des postes transitoires.

soient belges ou étrangères; ces flux de fonds ont pris la forme de prêts ou de prises de participations. Le recours direct aux marchés financiers, que ce soit via l'émission d'actions cotées ou de titres à revenu fixe, est demeuré stable dans la structure globale de financement des entreprises belges, ce qui n'a pas empêché, comme l'illustre la suite de l'article, la succession de périodes de faibles et de fortes émissions, notamment en ce qui concerne les actions cotées.

Sur la base de statistiques partielles disponibles au niveau de la zone euro, il apparaît que les entreprises belges se sont, au cours des dix dernières années, davantage financées via l'émission d'actions non cotées et moins via l'endettement (crédit bancaire et obligations d'entreprises réunis) par rapport aux entreprises de la zone euro. Le recours au marché boursier semble avoir été, quant à lui, globalement équivalent.

Les statistiques de flux d'émissions d'actions cotées et non cotées commentées dans cet article recensent les apports en espèces effectués soit lors de la constitution d'une société, soit lors d'une augmentation de capital,

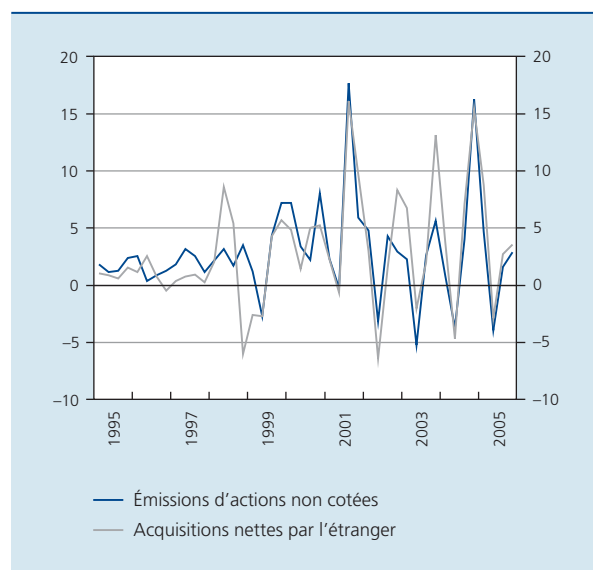
ainsi que les primes d'émission en espèces lors d'une augmentation de capital, dont on déduit les réductions de capital sous la forme de remboursements aux actionnaires. Les apports en nature, les radiations de la cote, les faillites et les introductions en bourse sans émission de nouvelles actions ne sont pas repris dans les statistiques de flux mais influencent toutefois les statistiques d'encours.

**1.2 Actions non cotées**

L'émission d'actions par les entreprises belges recouvre essentiellement – à plus de 85 p.c. – celle d'actions non cotées et d'autres participations.

Des motivations et des réalités parfois fort différentes président à l'émission d'actions non cotées. Ainsi, il apparaît que les investissements directs étrangers ont représenté une fraction majeure de ces flux d'émissions, comme l'atteste l'évolution conjointe de ces deux variables depuis le milieu des années nonante. Ces flux sont probablement le fait d'assez grandes entreprises, qui sont éventuellement liées ou qui possèdent des liens de participations avec des sociétés étrangères qui leur fournissent des fonds au travers d'achats d'actions ou de prises de participations. Les centres de coordination établis en Belgique, qui servent de relais de financement à des sociétés belges comme à des sociétés étrangères,

**GRAPHIQUE 2** ÉMISSIONS D' ACTIONS NON COTÉES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES ET ACQUISITIONS NETTES PAR L'ÉTRANGER (flux trimestriels, milliards d'euros)



Source : BNB.

se financent essentiellement par l'émission d'actions non cotées, et sont ainsi à l'origine d'une grande partie de ces flux.

En conséquence de cette évolution, 45 p.c. du stock d'actions non cotées émises par les sociétés non financières belges sont désormais détenus par des non-résidents, alors que cette proportion n'était que de 25 p.c. à la fin de 1995; parallèlement la détention « croisée », par d'autres sociétés non financières résidentes, représentait 44 p.c. de ce total à la fin de 2005, contre 35 p.c. dix ans plus tôt.

Les actions non cotées peuvent aussi être acquises par des investisseurs professionnels qui acceptent d'intervenir sur des marchés non liquides, dans le but de profiter du fort potentiel de croissance qu'offrent certaines sociétés. Cette forme de financement, qui s'adresse souvent aux entreprises dans les premiers stades de leur développement, est plus communément appelée capital-risque. Les montants en jeu demeurent néanmoins assez réduits d'un point de vue agrégé: sur la base des données de l'European Venture Capital Association, il apparaît qu'environ 4 milliards d'euros ont été investis dans des entreprises belges par des sociétés européennes de capital-risque au cours de la période 1999-2005, ce qui a représenté seulement 1,2 p.c. de l'ensemble de leurs nouveaux engagements. Le marché belge du

capital-risque demeure nettement en deçà de la moyenne européenne. Plus de la moitié des fonds octroyés à des sociétés belges au cours de la période 1999-2005 sont venus de sociétés de capital-risque établies à l'étranger.

Enfin, les actions non cotées sont aussi émises par des sociétés de petite taille, de moindre notoriété, qui rencontrent dès lors davantage de difficultés à accéder aux marchés boursiers. Ces entreprises ont généralement un actionariat familial, souvent réticent à ouvrir leur capital de peur d'une perte de contrôle. Si l'on suppose que les émissions d'actions de type familial sont principalement souscrites par le secteur des ménages, il apparaît que celles-ci ont enregistré une chute relative – par rapport aux émissions liées aux investissements étrangers ou au capital-risque – considérable au cours de la dernière décennie. Ainsi, la part des ménages belges dans la détention du stock d'actions non cotées émises par des sociétés belges est passée de 37 p.c. à la fin de 1995 à 10 p.c. à la fin de 2005.

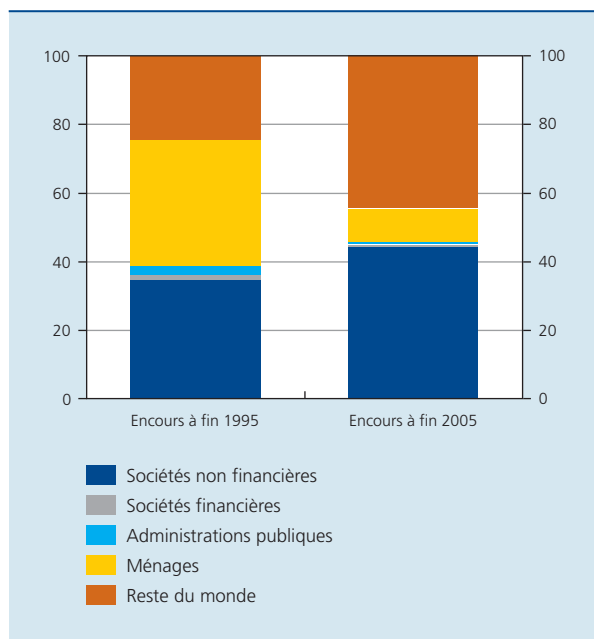
### 1.3 Actions cotées

Le recours au marché boursier par les entreprises belges est nettement moins fréquent que l'émission d'actions non cotées. Même dans le climat d'euphorie boursière qui a caractérisé la fin des années nonante, l'importance des actions cotées dans leurs nouveaux engagements financiers n'a jamais dépassé 7 p.c.

Ces volumes d'émissions limités doivent être mis en regard du nombre relativement restreint d'entreprises belges cotées en bourse. À la fin de juillet 2006, on dénombrait 130 sociétés non financières belges dont les actions étaient cotées sur Euronext, dont 12 sur le Marché Libre et 3 sur Alternext. Après le sommet atteint en 2000, où pas moins de 152 sociétés non financières belges disposaient alors d'une cotation – dont 13 sur Easdaq/Nasdaq –, ce nombre a reculé jusqu'en 2004. Une nette accélération des introductions en bourse des sociétés belges est survenue en 2005 avec pas moins de 13 nouveaux entrants. Cette tendance s'est confirmée au cours des sept premiers mois de 2006 qui ont totalisé 9 introductions de sociétés belges sur Euronext.

Si le passage en bourse concerne traditionnellement les grandes entreprises, c'est que le critère de la taille y joue un rôle indéniable. L'introduction en bourse va de pair avec des exigences spécifiques, notamment financières et comptables, ainsi qu'en matière de transparence, qui pèsent davantage sur les budgets des petites structures. Par ailleurs, pour attirer les investisseurs, les titres émis

**GRAPHIQUE 3** DÉTENTION DES ACTIONS NON COTÉES ÉMISES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES  
(ventilation par secteur détenteur, pourcentages du total)



Source: BNB.

doivent être suffisamment liquides, ce qui nécessite une quantité minimale de titres mis à disposition du public. C'est pourquoi l'entrée sur un marché réglementé est généralement soumise à la condition d'un capital flottant minimal, ou d'un volume minimal de capitaux à lever.

Or le tissu économique belge se caractérise par un grand nombre d'entreprises petites et moyennes. En témoigne la présence relativement timide des sociétés belges dans les indices européens d'Euronext regroupant les plus grosses capitalisations, que sont les indices Euronext 100 et Next 150: au 11 juillet 2006, 11 sociétés belges, représentant 8,4 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice, étaient incluses dans Euronext 100 tandis que 22, représentant 12,8 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice, l'étaient dans Next 150. La présence belge était en revanche plus marquée dans les indices qui font appel à d'autres critères que ceux de la taille, tels que les indices NextPrime et NextEconomy, qui regroupent des sociétés actives respectivement dans les secteurs traditionnels et dans la nouvelle économie, satisfaisant à des critères élevés en termes de transparence financière: 36 sociétés belges (30,1 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice) sur NextPrime et 18 sociétés belges (23,4 p.c. de la capitalisation boursière de l'indice) sur NextEconomy. Au vu de ces chiffres, les entreprises belges de taille moyenne paraissent bien représentées sur Euronext en comparaison de leurs homologues françaises, néerlandaises ou portugaises.

Les plus petites structures se trouvent toutefois encouragées à ouvrir leur actionnariat par la création récente de marchés ou d'indices qui leur sont adaptés. Sur Euronext Brussels, il s'agit par exemple des indices Bel Mid et Bel Small, introduits au 1<sup>er</sup> mars 2005, ainsi que des compartiments du Marché Libre et d'Alternext, créés respectivement en novembre 2004 et en juin 2006. Ces évolutions ont coïncidé avec le souhait des investisseurs internationaux d'orienter leurs investissements vers des entreprises de taille plus modeste, généralement davantage orientées vers les marchés domestiques et moins sensibles au climat macroéconomique international, principalement en période de forte incertitude.

Axé sur la promotion des PME en phase de croissance, le Marché Libre d'Euronext Brussels est, comme son nom l'indique, non réglementé, c'est-à-dire qu'il limite au strict minimum les exigences imposées aux nouveaux entrants. En particulier, il n'y a pas de capitalisation minimale, pas de capital flottant minimal, pas d'obligation de publication des résultats semestriels et pas de conformité exigée aux normes IFRS; seule demeure l'obligation d'un prospectus agréé par la CBFA et le respect des règles classiques en matière de protection des investisseurs. En quelque vingt mois d'existence, pas moins de 12 PME belges, d'une capitalisation boursière inférieure à 25 millions d'euros, y ont été admises et plusieurs introductions devraient encore se concrétiser dans la seconde moitié de 2006.

**TABEAU 1 PRÉSENCE DES SOCIÉTÉS<sup>(1)</sup> BELGES DANS LES PRINCIPAUX INDICES D'EURONEXT**  
(données au 11 juillet 2006)

	Nombre de sociétés composant l'indice	Sociétés belges dans l'indice (nombre)	Sociétés belges dans l'indice (pourcentages de la capitalisation boursière)
<b>Euronext 100</b>			
100 plus grandes capitalisations .....	100	11	8,4
<b>Next 150</b>			
150 capitalisations suivantes .....	150	22	12,8
<b>NextPrime</b>			
Secteurs traditionnels .....	117	36	30,1
<b>NextEconomy</b>			
Nouvelle économie .....	109	18	23,4

Source: Euronext.

(1) Ensemble des sociétés cotées sur Euronext, y compris les banques et les holdings financiers.

**TABLEAU 2** EURONEXT BRUSSELS : TROIS MARCHÉS SÉPARÉS ET COMPLÉMENTAIRES

		CRITÈRES D'ADMISSION	EXIGENCES EN COURS DE COTATION	FOCUS
<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content; margin-bottom: 10px;">EUROLIST</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content; margin-bottom: 10px;">ALTERNEXT</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; width: fit-content;">MARCHÉ LIBRE</div>	Marché réglementé	+++	+++	Large, Mid & Small caps (compartiments A, B, C)
	↑ ↓	++ (par rapport à l'Eurolist: moindre capital flottant, moins d'années d'existence préalable)	++ (par rapport à l'Eurolist: pas d'exigence de conformité aux normes IFRS ni au code de <i>corporate governance</i> )	Mid & Small caps
	Marché non réglementé	aucun (sauf prospectus CBFA)	aucune (sauf respect réglementation protection investisseurs)	Micro-caps

Source : Euronext.

Quant à Alternext, qui occupe une position intermédiaire, en termes de critères d'admission et d'exigences de cotation, au marché réglementé Eurolist et au Marché Libre, il devrait principalement s'adresser à de grosses PME. L'entrée sur ce marché est en effet réservée à des sociétés prouvant un minimum de deux ans d'existence et désireuses de lever un minimum de 2,5 millions d'euros à moins qu'un placement privé préalable ait été effectué dans les deux années précédentes pour un montant d'au moins 5 millions d'euros. Les exigences de cotation sont moins contraignantes que sur l'Eurolist, la différence majeure étant l'absence d'obligation de conformité aux normes IFRS.

Un facteur institutionnel continue toutefois de jouer un rôle pénalisant sur l'émission d'actions cotées: il s'agit de la législation belge sur les sociétés commerciales, qui ne conduit pas à une séparation effective entre droit de propriété et droit de vote lors des assemblées générales, ce qui offre moins de protection contre des actionnaires indésirables. Par conséquent, peu d'entrepreneurs seraient enclins à ouvrir plus de la moitié de leur capital par peur d'une perte de contrôle, ce qui peut entraîner un problème de capital flottant trop peu élevé.

## 2. Déterminants de la structure du capital

### 2.1 La théorie de la structure du capital

Différentes possibilités de financement de leurs investissements se présentent aux sociétés, telles que les ressources internes, l'endettement ou l'émission d'actions. Se pose la question de savoir s'il existe un dosage optimal entre ces possibilités permettant de maximaliser la valeur de l'entreprise. En d'autres termes, les entreprises peuvent-elles déterminer une structure du capital optimale? Selon Modigliani et Miller (1958), il n'en est rien et, sous certaines conditions, la valeur de l'entreprise n'est pas influencée par la structure du capital. Toutefois, la structure du capital s'avère importante dans la pratique. Diverses raisons peuvent être invoquées à cet égard, comme les impôts ou les coûts liés à une faillite (théorie de l'arbitrage ou *trade-off*), les asymétries d'information (théorie de la hiérarchie des préférences ou *pecking-order*) et les conflits d'intérêts entre les parties en présence (théorie de l'agence).

Les impôts constituent une première raison pour laquelle le choix de financement a de l'importance. Les entreprises peuvent en effet déduire de leur base imposable les charges d'intérêts liées à leur dette et créer ainsi un « bouclier fiscal ». Ceci influence la valeur de l'entreprise et favorise le recours au crédit au détriment de l'émission d'actions.

Cet avantage peut être partiellement neutralisé dans le chef de l'investisseur si la taxation des revenus d'intérêts est plus lourde que celle des dividendes ou plus-values sur actions. D'une façon générale, il convient cependant de noter que les entreprises contractent des dettes afin d'exploiter le bouclier fiscal<sup>(1)</sup>. Cette situation ne peut toutefois se prolonger indéfiniment étant donné qu'un recours (trop) important au crédit entraîne également certains coûts. Ceci expose davantage une entreprise au risque de rencontrer des difficultés financières, de ne pouvoir rembourser sa dette ou de faire faillite. Ceci illustre la théorie du *trade-off* de la structure du capital qui prédit ainsi des ratios d'endettement modérés. Plus précisément, une entreprise augmente son endettement jusqu'au moment où la valeur marginale de l'avantage fiscal est exactement compensée par une augmentation de la valeur (actualisée) des coûts relatifs aux problèmes financiers<sup>(2)</sup>.

La théorie de la hiérarchie des préférences (*pecking-order*) prône une autre approche de la structure du capital en se basant sur les asymétries d'information. Le modèle de base a été développé par Myers et Majluf (1984). Ces auteurs partent du postulat que les investisseurs ne connaissent pas les valeurs réelles des actifs ou des possibilités d'investissement d'une entreprise. En revanche, ces données sont connues des gestionnaires qui agissent en outre dans l'intérêt des actionnaires existants. Le fait qu'une entreprise émette de nouvelles actions peut dès lors signifier deux choses. D'une part, l'entreprise peut avoir une possibilité d'investissement intéressante et rechercher un moyen de le financer. Toutefois, il se peut également que le gestionnaire soit au courant d'une surévaluation des actifs et qu'il tente d'émettre des actions surévaluées. La présence d'asymétries d'information ne permet pas toujours à l'investisseur d'établir la distinction entre ces deux possibilités. Ceci entraîne un équilibre où les entreprises peuvent seulement émettre des actions à un prix inférieur. La sous-évaluation du financement par le biais d'actions est donc liée au niveau de l'asymétrie d'information, ce qui rend l'émission d'actions plus onéreuse et donne lieu à l'ordre de préférence suivant pour la structure du capital (voir aussi, par exemple, Myers, 2001):

- les entreprises préfèrent le financement interne au financement externe;
- les dividendes sont rigides et peuvent donc difficilement être revus à la baisse dans le cadre de financement de projets. À court terme, les modifications des besoins de financement ne peuvent pas être compensées par les variations de dividendes. Par conséquent, les variations du *cash flow* net se traduisent par des modifications dans le besoin de financement externe;

- si il y a un besoin de financement externe, les entreprises opteront en premier lieu pour la forme la plus sûre pour les investisseurs, c'est-à-dire le recours au crédit;
- lorsque le besoin de financement s'accroît, les entreprises descendront dans la hiérarchie des préférences, de la dette sûre à une dette plus risquée, en émettant des obligations convertibles ou des actions préférentielles et en dernier recours, des actions classiques.

Les coûts d'agence naissent à la suite de conflits d'intérêts entre différentes parties. On distingue deux types de conflits pertinents quant au choix de la structure du capital: d'une part, entre les actionnaires et les gestionnaires, et d'autre part, entre les actionnaires et les créanciers. Le premier type de conflit est dû au fait que les gestionnaires agissent généralement dans leur propre intérêt. Ils peuvent par exemple investir dans des projets peu intéressants (par exemple, avec un rendement inférieur au coût du capital) ou gaspiller les avoirs en «inefficacités organisationnelles», comme l'avance la théorie du *free cash flow* de Jensen (1986). Citons entre autres exemples un projet qui augmente le prestige du gestionnaire (par exemple, un avion d'entreprise) mais doté d'une faible valeur économique. Bien que les systèmes de rémunération, les options sur actions, etc., permettent de résoudre partiellement le problème, l'harmonisation entre les objectifs des gestionnaires et ceux des actionnaires est toujours imparfaite<sup>(3)</sup>. Le recours au crédit peut constituer une solution partielle à cet égard: l'entreprise est tenue d'effectuer des paiements d'intérêts et le pouvoir du gestionnaire sur le *cash flow* est ainsi limité. Les *leveraged buy-outs*<sup>(4)</sup> (LBO) en constituent un exemple. À la suite d'un LBO, les gestionnaires sont tenus de réaliser des économies sur les investissements dispendieux et de générer des liquidités. Ceci montre que même si un ratio d'endettement élevé comporte des risques, il peut également présenter un côté positif. Un dérivé positif à l'endettement peut provenir du fait qu'une faillite entache sérieusement la réputation d'un gestionnaire. Un niveau élevé de dette le stimule à travailler encore plus, à investir dans de meilleurs projets et à restreindre l'utilisation inefficace du *cash flow* afin de réduire le risque de faillite et préserver sa réputation.

(1) Des mesures telles que la déduction d'intérêts notionnels influencent naturellement cette conclusion et rendent l'émission d'actions plus attrayante.

(2) Ce type de coûts comprend les coûts des réorganisations, la baisse de la solvabilité et la faillite, mais également les coûts d'agence (voir ci-après).

(3) Le problème disparaît lorsque le gestionnaire est également propriétaire et actionnaire de l'entreprise.

(4) Dans le cas d'un LBO, les actions d'une entreprise sont rachetées, par exemple par une société de capital-risque, et cette transaction est financée par des dettes (emprunts bancaires ou obligations). En raison de la proportion relativement importante de la dette au terme d'une telle transaction, un rating peu élevé est généralement attribué aux obligations émises dans ce cadre (souvent le statut de «junk bond»).

Outre la divergence des objectifs des gestionnaires et des actionnaires, des conflits d'intérêts peuvent également survenir entre les actionnaires et les créanciers. Toutefois, ils ne se produisent que lorsque le risque de cessation de paiement ou de problèmes financiers est élevé. Tel est surtout le cas lorsque les gestionnaires, comme on le suppose souvent, agissent davantage dans l'intérêt des actionnaires que des créanciers. Lorsque le risque de faillite s'accroît, les gestionnaires seront enclins à faire en sorte que la valeur soit transférée des créanciers aux actionnaires. Il existe différentes manières d'y parvenir (voir Brealey et Myers, 2003 ou Myers, 2001). D'abord, les gestionnaires peuvent investir dans des projets comportant un risque plus élevé. En conséquence, le rendement potentiel s'accroît pour les actionnaires alors que le risque plus élevé est en grande partie supporté par les créanciers. Ce comportement de transfert du risque a pour la première fois été modélisé par Jensen et Meckling (1976). Deuxièmement, les gestionnaires peuvent renoncer à certains investissements qui nécessiteraient un financement par émission d'actions. Une partie des revenus reviendrait en effet aux créanciers. Myers (1977) aborde ce problème de sous-investissement plus en profondeur. Troisièmement, les gestionnaires peuvent essayer de gagner du temps en occultant les problèmes financiers susceptibles d'alarmer les créanciers, qui pourraient exiger la faillite ou la restructuration de la société. Enfin, les gestionnaires peuvent tenter d'emprunter encore davantage et de verser les liquidités obtenues aux actionnaires. Les créanciers ont conscience de ces problèmes et essaient de conclure des contrats touchant ces quatre points. Toutefois, chaque contrat reste imparfait.

## 2.2 Analyse empirique

Dans la section précédente, les déterminants des choix de financement d'une entreprise ont été passés en revue d'un point de vue théorique. Dans cette section, nous analyserons empiriquement quels déterminants expliquent le choix de financement des entreprises belges, avec un accent spécifique sur le financement via l'émission d'actions.

### 2.2.1 Méthodologie

Sur la base de la littérature théorique évoquée ci-dessus et des études empiriques existantes, les déterminants potentiels du financement par actions d'une entreprise  $i$  durant l'année  $t$ , notée  $Eq_{i,t}$ , ont été choisis :

- *Lev*: le niveau d'endettement de l'entreprise, soit les dettes à long terme divisées par l'actif total ;
- *Size*: le logarithme naturel de l'actif total, une mesure de la taille de l'entreprise ;
- *Internal*: le volume de ressources internes divisé par l'actif total ;
- *Intang*: le volume d'immobilisations incorporelles divisé par l'actif total ;
- *Quoted*: une variable binaire, qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée en bourse et 0 si elle ne l'est pas.

Le tableau 3 fournit un aperçu détaillé des différentes variables. En combinant tous les éléments, on obtient l'équation suivante :

$$Eq_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Internal_{i,t} + \beta_4 Intang_{i,t} + \beta_5 Quoted_{i,t} + industry\ dummies + year\ dummies + u_{i,t} \quad (1)$$

où les indices renvoient à l'entreprise  $i$  et à l'année  $t$ .  $\beta_i$  désigne les coefficients de régression à estimer et  $u_{i,t}$  les termes d'erreur. Les variables binaires liées au secteur auquel appartient l'entreprise sont basées sur les codes NACE à un chiffre ; une variable binaire est également introduite pour chaque année<sup>(1)</sup>.

### 2.2.2 Description de l'échantillon

Les déterminants du financement par actions sont analysés sur la base d'un échantillon de sociétés belges, sur la période allant de 2000 à 2004. Pour chacune de ces années, l'ensemble des entreprises belges ayant publié leurs comptes annuels selon le schéma complet ont été retenues. Il est important de noter qu'une entreprise n'apparaît pas nécessairement chaque année dans l'échantillon. Par exemple, si l'entreprise n'a été fondée qu'après

TABLEAU 3 APERÇU DES VARIABLES<sup>(1)</sup>

Symbole	Variable	Rubrique
<i>Eq</i> . . . . .	Capital + primes d'émission	10 + 11
<i>Lev</i> . . . . .	Dettes long terme	17 + 42
<i>Size</i> . . . . .	Taille	ln (20/58)
<i>Internal</i> . . . . .	Ressources internes	12 + 13 + 14
<i>Intang</i> . . . . .	Immobilisations incorporelles	21
<i>Quoted</i> . . . . .	Entreprise cotée en bourse	

(1) À chaque secteur NACE correspond une variable qui vaut 1 si l'entreprise  $i$  à l'année  $t$  appartient à ce secteur et 0 sinon. Une variable est également définie pour chaque année, égale à 1 pour l'année concernée et à 0 pour les autres années. Afin d'éviter une multicollinéarité parfaite dans les estimations, un secteur et une année ont été retirés de la spécification du modèle.

(1) Le présent tableau reprend les variables utilisées dans l'équation (1). La colonne *Rubrique* renvoie aux rubriques du bilan utilisées comme mesure de la variable. *Eq*, *Lev*, *Internal* et *Intang* sont divisés par l'actif total.

2000 ou qu'elle est tombée en faillite pendant la période considérée, elle ne sera pas reprise chaque année<sup>(1)</sup>. Au total, 28.594 entreprises distinctes ont été répertoriées dans l'échantillon, ce chiffre oscillant entre 17.292 et 18.208 entreprises par année. Pour chaque entreprise, des variables relatives au bilan ont été sélectionnées afin de tester les théories précitées de façon empirique. Ces informations ont été recueillies à partir de la base de données de la Centrale des bilans de la Banque.

### 2.2.3 Résultats

Les résultats de l'estimation de l'équation (1) figurent au tableau 4. Différentes versions du modèle ont été testées afin de vérifier la robustesse des estimations. Plus précisément, chacune des variables considérées a été introduite séparément (en plus d'une constante) dans les modèles 1 à 5. Dans le modèle 6, toutes les variables ont été reprises. Les coefficients des variables binaires relatives au secteur et à l'année ne figurent pas au tableau 4. Les modèles ont été estimés par la méthode des moindres carrés. Les erreurs *White standard* figurent entre parenthèses dans le tableau. Tous les coefficients sont significatifs à 5 pour cent.

Il ressort des résultats obtenus que les conclusions sont validées par les diverses variantes du modèle. En outre, le  $R^2$  (ajusté) s'inscrit dans la lignée d'autres études sur l'effet de levier et le modèle est très significatif (la statistique  $F$  n'a pas été reprise).

L'analyse effectuée indique que la quantité d'immobilisations incorporelles et la cotation en bourse constituent des déterminants positifs du financement par actions. En d'autres termes, les entreprises détenant plus d'immobilisations incorporelles et qui sont cotées en bourse seront plus enclines à financer leurs investissements via l'émission d'actions.

D'autres variables indiquent en revanche une corrélation négative. Ainsi, plus son niveau d'endettement est élevé, moins une entreprise fera appel aux actions. En outre, les grandes entreprises choisissent moins souvent d'assurer leur financement en émettant des actions. Une explication possible de ce phénomène est que de telles entreprises ont plus facilement accès aux emprunts bancaires et/ou recourent à l'émission d'obligations. Les entreprises disposant de plus de ressources internes émettent moins d'actions.

Une analyse plus détaillée des résultats permet d'observer dans quelle mesure ceux-ci correspondent aux théories de la structure du capital évoquées plus haut (théories de l'arbitrage, de la hiérarchie des préférences et de l'agence). On indiquera plus précisément quand le signe du résultat repris dans le tableau 4 correspond à une théorie spécifique.

Le signe négatif de *Lev* s'explique par la théorie de l'agence. En cas de difficultés financières, il se peut que les gestionnaires n'effectuent pas certains investissements qui auraient été financés par l'émission d'actions, parce qu'une partie des revenus reviendrait aux créanciers.

Le coefficient négatif de *Size* peut s'expliquer par la théorie de l'arbitrage. En effet, des entreprises de plus grande taille doivent payer des impôts plus élevés, qu'elles peuvent diminuer en déduisant les charges d'intérêts. Le fait que les grandes entreprises existent depuis longtemps et jouissent d'une bonne réputation peut se traduire par une meilleure notation de leur dette et/ou une perception moindre des risques de problèmes financiers. Elles ont de ce fait aussi plus facilement accès au crédit et peuvent contracter une dette plus importante, de sorte que la motivation à émettre des actions est plus faible.

La relation négative entre le financement par actions et la variable *Internal* est en concordance avec les trois théories. La théorie de l'arbitrage postule que les entreprises ont moins de difficultés financières et peuvent supporter des niveaux d'endettement plus élevés lorsqu'elles génèrent davantage de ressources internes. Selon la théorie de la hiérarchie des préférences, une entreprise ne disposant pas de ressources internes suffisantes doit recourir à d'autres formes de financement en descendant dans ladite hiérarchie. La théorie de l'agence implique pour sa part qu'un accroissement des ressources internes peut encourager un gestionnaire à investir à des fins non productives. Le recours au crédit peut en l'occurrence s'avérer utile. C'est pourquoi le financement par endettement est privilégié au détriment du financement par émission d'actions.

Le coefficient positif de *Intang* correspond à la théorie de l'arbitrage. En effet, en cas de problèmes financiers, les actifs incorporels sont plus difficiles à réaliser que les actifs corporels. L'entreprise est moins en mesure de contracter des dettes et doit donc se tourner davantage vers le financement par émission d'actions.

La théorie de l'agence permet d'expliquer le signe positif de *Quoted*. Les investisseurs potentiels peuvent se forger une idée plus précise d'une entreprise cotée en bourse qui procède à une augmentation de capital, par rapport à

(1) Techniquement, le terme de « unbalanced panel » est utilisé dans ce cas.



**TABLEAU 4** RÉSULTATS<sup>(1)</sup>

Symbole	Variable dépendante: <i>Eq</i>					
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
<i>C</i> .....	<b>0,445</b> (0,005)	<b>1,335</b> (0,015)	<b>0,378</b> (0,004)	<b>0,386</b> (0,004)	<b>0,388</b> (0,005)	<b>0,951</b> (0,022)
<i>Lev</i> .....	<b>-0,313</b> (0,007)					<b>-0,299</b> (0,009)
<i>Size</i> .....		<b>-0,061</b> (0,001)				<b>-0,034</b> (0,002)
<i>Internal</i> .....			<b>-0,221</b> (0,016)			<b>-0,213</b> (0,016)
<i>Intang</i> .....				<b>0,274</b> (0,036)		<b>0,169</b> (0,044)
<i>Quoted</i> .....					<b>0,242</b> (0,006)	<b>0,336</b> (0,002)
<i>Adj. R<sup>2</sup></i> .....	0,045	0,072	0,266	0,025	0,025	0,308

(1) Ce tableau présente les résultats des estimations de l'équation (1). Les modèles 1 à 5 incluent les variables explicatives de façon séparée tandis que le modèle 6 comprend toutes les variables. Celles-ci sont définies au tableau 3. Les erreurs *White standard* figurent entre parenthèses. Les coefficients significatifs figurent en gras.

une société qui ne l'est pas. La plus grande transparence à laquelle sont tenues les sociétés cotées permet en effet de réduire les problèmes d'asymétrie d'information. Il est dès lors plus facile (et plus avantageux) d'émettre des actions supplémentaires lorsqu'une entreprise est déjà cotée.

En conclusion, il s'avère que l'étude ne permet pas d'identifier une théorie unique comme déterminant le choix de financement des entreprises belges mais que ce choix consiste plutôt en une combinaison d'éléments des différentes théories.

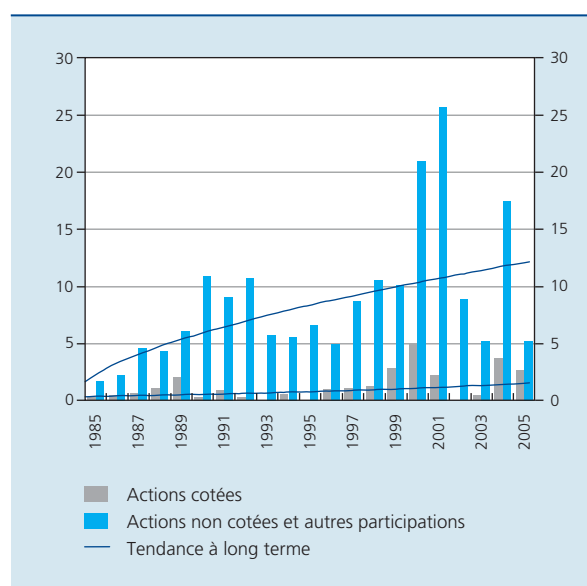
### 3. Déterminants macroéconomiques des volumes d'émissions d'actions

Comme les engagements financiers considérés dans leur ensemble, les volumes d'émissions d'actions, qu'elles soient cotées ou non, présentent un caractère fortement cyclique. Au cours des vingt dernières années, il est possible de distinguer au moins deux périodes de forte accélération des émissions d'actions, définies par des volumes d'émissions supérieurs à la tendance moyenne de long terme. La première prend place à la fin des années quatre-vingt pour les actions cotées et légèrement plus tard, soit au début des années nonante, pour les actions non cotées; la seconde débute à la fin des années nonante jusqu'en 2001. Ces périodes d'accélération des émissions ont été suivies par des périodes plus ou moins longues de net ralentissement de celles-ci, à l'instar de la période 1993-1997 et des années 2002 et 2003.

Plus récemment, on a observé un nouveau renforcement des volumes d'émissions.

Les périodes d'intense activité boursière en termes de volumes d'émissions sont concomitantes à celles d'augmentation du nombre de sociétés cotées. Ainsi, entre

**GRAPHIQUE 4** ÉMISSIONS D'ACTIONS COTÉES ET NON COTÉES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES  
(flux annuels, milliards d'euros)



Source : BNB.

1997 et 2000, le nombre d'entreprises belges cotées est passé de 138 à 173, soit une augmentation de 25 p.c. du nombre d'émetteurs potentiels. Les quatre années suivantes ont été marquées par de nombreuses sorties de la cote, alors que les nouvelles introductions se faisaient très rares, ce qui s'est soldé par une réduction de 35 unités du nombre de sociétés belges cotées. Enfin, plus récemment, les entreprises belges semblent avoir repris le chemin de la bourse, avec 13 nouvelles introductions recensées en 2005 et 9 au cours des sept premiers mois de 2006. L'évolution parallèle du nombre d'entreprises cotées et des volumes d'émissions tend à illustrer le fait que, lorsque les conditions sont favorables au financement par actions, ce ne sont pas seulement les sociétés préalablement cotées qui intensifient leur recours à cette forme de financement mais que des entreprises jusque-là non cotées prennent la décision d'entrer en bourse.

### 3.1 Le rôle des investissements réels et financiers

Des motivations diverses entrent en ligne de compte dans la décision d'une entreprise d'entrer en bourse, dont l'une des principales est l'obtention durable de fonds afin de financer des investissements réels et financiers à long terme. On peut donc s'attendre à une bonne corrélation entre le comportement d'investissement des entreprises et les volumes d'émissions d'actions.

Lors de la première phase de renforcement des émissions d'actions, à la fin des années quatre-vingt, un mouvement parallèle a été observé en ce qui concerne la formation brute de capital fixe, qui a enregistré des taux de croissance annuels supérieurs à 10 p.c. pendant trois années consécutives. S'ensuit une période de contraction des investissements qui a correspondu à de très faibles volumes d'émissions d'actions. À la fin des années nonante, le parallélisme entre les deux variables a semblé s'estomper, dans la mesure où la formation brute de capital fixe, quoique affichant des taux de croissance rapides, est apparue en retrait par rapport à des volumes d'émissions exceptionnellement élevés.

En revanche, les investissements financiers à long terme – dont les investissements directs à l'étranger – réalisés par les entreprises ont été très élevés durant cette période et plus particulièrement en 2000. Par ailleurs, le nombre de notifications de concentrations faites en Belgique au Conseil de la concurrence confirme l'intense activité qui a régné en matière de fusions et acquisitions au tournant du nouveau millénaire. En effet, les entreprises peuvent également émettre des actions en vue de financer l'acquisition d'autres sociétés, soit à l'aide du produit des appels publics à l'épargne, soit en émettant

des actions qui sont par la suite échangées contre celles d'une société cible.

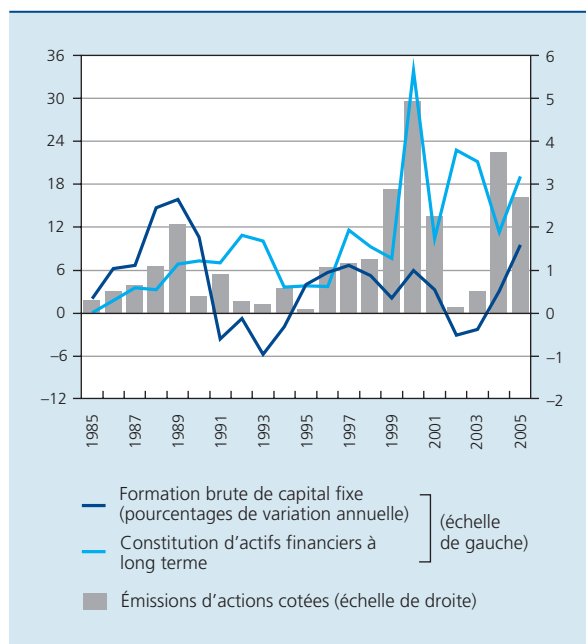
Les volumes d'émissions d'actions sont reliés au cycle conjoncturel par d'autres facteurs que le canal direct des investissements. Ainsi, les périodes de haute conjoncture ont tendance à coïncider avec des périodes de faible aversion au risque de la part des investisseurs, périodes pendant lesquelles les asymétries d'information entre les responsables d'entreprises et les investisseurs sont moins prononcées, rendant le coût de financement par actions moins onéreux. Par ailleurs, il apparaît clairement que l'émission d'actions est, pour une large part, liée aux cours boursiers, qui sont à leur tour déterminés par les anticipations des profits futurs, eux-mêmes liés à l'évolution de l'activité et des taux d'intérêt.

Ceci amène à considérer un autre élément clé déterminant le calendrier idéal de ces émissions, à savoir le coût du capital.

### 3.2 Le rôle du coût du capital

Un élément prépondérant dans le choix de la structure de financement optimale d'une entreprise, qui peut donc conditionner son entrée en bourse, est le coût relatif

**GRAPHIQUE 5** ÉMISSIONS D' ACTIONS COTÉES ET INVESTISSEMENTS RÉELS ET FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES  
(flux annuels, milliards d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

attaché à chacun des instruments à sa disposition. Outre les coûts fixes de départ – établissement d'un prospectus, adaptation éventuelle des schémas comptables, etc. – et le respect des exigences de cotation – en matière d'information et de transparence notamment –, le financement par actions cotées tend à être plus onéreux que le financement via l'endettement, étant donné la prime de risque exigée par les actionnaires et parce que le traitement fiscal différent est de nature à privilégier l'endettement par rapport aux fonds propres.

### 3.2.1 Cadre théorique

Si la charge financière liée au crédit bancaire ou à l'émission d'obligations est facilement appréhendée par les taux d'intérêt correspondants, le coût lié à l'émission d'actions est plus difficile à estimer, puisqu'il doit incorporer notamment les dividendes futurs attendus, par définition incertains, donc sujets à une prime de risque.

La mesure du coût de financement par actions utilisée ici prend comme point de départ un *simple dividend discount model*, basé sur la formule classique de Gordon-Shapiro qui stipule, que, à l'équilibre, la valeur d'une action doit évaluer la somme actualisée des flux anticipés de dividendes futurs. Le taux d'actualisation, qui peut aussi être interprété comme le taux de rendement exigé par l'investisseur, n'est autre que le coût de financement lié à l'émission du titre. Il peut se décomposer en un taux d'intérêt sans risque et une prime de risque.

Sous certaines hypothèses simplificatrices – et notamment l'hypothèse que les dividendes augmentent à un taux constant – on obtient, à l'équilibre, que le coût de financement par actions dépend uniquement du rendement des dividendes et du taux de croissance à long terme des dividendes.

Si les rendements des dividendes sont observables *ex post*, le taux de croissance à long terme des dividendes doit pour sa part être estimé. Une hypothèse classique est celle qui stipule un taux de croissance à long terme des dividendes égal au taux de la croissance potentielle de l'économie. En effet, si la part de la valeur ajoutée affectée au capital et le taux de rémunération des actionnaires, soit le rapport entre les dividendes distribués et les bénéfices réalisés, sont stables dans le temps, la croissance réelle à long terme des dividendes sera égale à la croissance potentielle de l'économie. Une autre solution consiste à retenir la rentabilité nette des fonds propres après impôts (ROE), comme reflet de ce que l'entreprise peut dégager comme ressources après paiement de tous frais et impôts et de multiplier ce ratio par la fraction des bénéfices réinvestis dans l'entreprise. Si on suppose que seuls les

bénéfices non distribués financent les investissements nets de l'entreprise, alors le taux obtenu correspond au taux de croissance à long terme des dividendes.

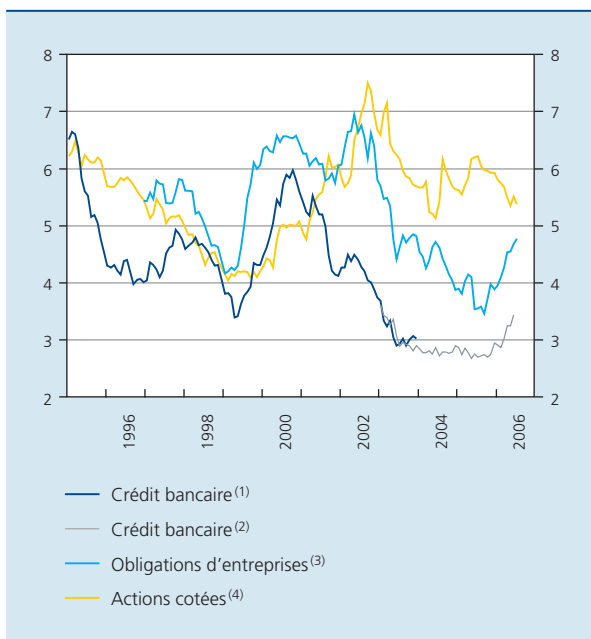
Le coût de financement par actions (*cost of equity* ou COE) pour les sociétés belges cotées a été calculé pour la période allant de 1995 à nos jours. Il a été fait l'hypothèse d'un taux de croissance à long terme des dividendes variable dans le temps. Pendant une première phase de quatre ans, il est égal à 5,5 p.c., soit le taux obtenu en multipliant le ROE des sociétés cotées (10,6 p.c.) par la part non distribuée des bénéfices (64,1 p.c.), après correction pour tenir compte de l'inflation (1,8 p.c.). Le calcul est effectué au moyen des valeurs moyennes des différentes variables pendant la période considérée. La seconde phase est une phase de transition de huit ans pendant laquelle le taux de croissance des dividendes tend progressivement vers une valeur d'équilibre et enfin une troisième phase (a priori infinie) où le taux de croissance des dividendes égale cette valeur d'équilibre, qui est approchée par le taux de croissance potentielle de l'économie (2,1 p.c.).

### 3.2.2 Influence des coûts de financement sur les émissions d'actions cotées

Le coût de financement par actions est alors mis en regard de l'évolution du prix des autres sources de financement (crédit bancaire et obligations d'entreprises). Le rôle important de l'hypothèse faite sur le taux de croissance à long terme des dividendes, mais aussi le fait que l'on néglige dans cet exercice toute une série de frais, par exemple ceux liés aux obligations diverses qui incombent aux sociétés qui entrent sur le marché boursier réglementé, et les distorsions introduites par la fiscalité, qui ne traite effectivement pas de manière homogène les différentes formes de financement, implique que ce sont moins les niveaux respectifs de coûts qui doivent retenir l'attention que leur évolution relative au fil du temps.

La période examinée peut être divisée en trois phases: de la mi-1996 jusqu'au printemps 1999, le COE a régulièrement diminué, essentiellement sous l'effet de la hausse sensible des cours boursiers. Le bas niveau de la prime de risque exigée par le marché durant cette période a aussi permis la réduction du coût lié à l'émission d'obligations, alors que les tarifs bancaires demeuraient plus stables. À partir de la mi-1999, l'ensemble des coûts de financement se sont mis à augmenter, à mesure que les marchés financiers anticipaient puis incorporaient les hausses successives des taux directeurs de la BCE. Le renchérissement du financement par actions a perduré jusqu'à l'automne de 2002 où il a culminé, tandis que les tarifs bancaires, étroitement liés à l'évolution des taux directeurs, continuaient de baisser pour atteindre un plancher historique

**GRAPHIQUE 6** COÛTS DE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN BELGIQUE (pourcentages)



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

- (1) Avance à terme fixe.
- (2) Crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure à un an.
- (3) Rendement d'une obligation de notation BBB, libellée en euro, maturité de cinq à sept ans.
- (4) Sur la base du modèle explicité au point 3.2.1 ; avec un taux de croissance des dividendes égal à 5,5 p.c. les quatre premières années et une phase de transition de huit ans au terme de laquelle le taux de croissance des dividendes est égal à 2,1 p.c.

au printemps de 2003. Le coût lié à l'émission d'obligations par les entreprises s'est maintenu à un niveau élevé jusqu'à la fin de 2002, avant de s'inscrire en baisse lui aussi. En plus de la détérioration de la situation économique, cette période a été émaillée par des scandales divers liés à la manipulation de leurs comptes par certaines grandes entreprises étrangères, ce qui a pu maintenir la prime de risque exigée par le marché à un niveau anormalement élevé. Depuis le sommet atteint à l'automne de 2002, le COE a diminué avant de se stabiliser à un niveau légèrement inférieur au niveau moyen à long terme.

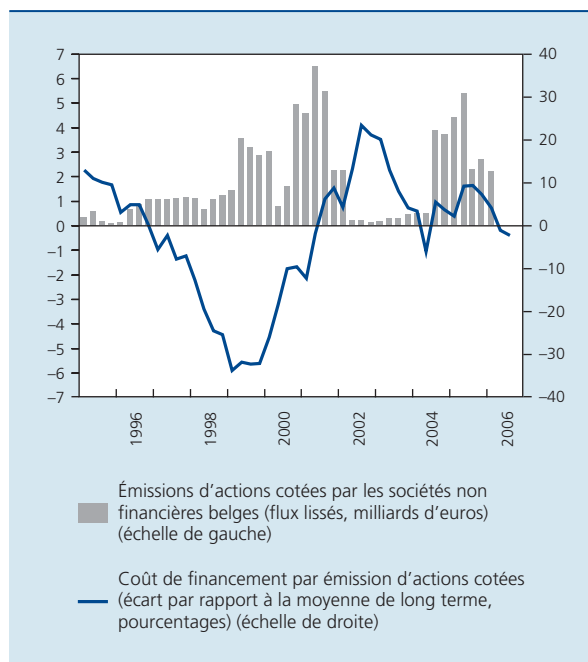
L'examen de la relation entre l'écart du COE par rapport à sa moyenne de long terme et les flux d'émissions d'actions cotées met en évidence une corrélation négative, mais avec un certain décalage temporel. Celui-ci est partiellement dû à la méthode de lissage annuel des flux, mais s'explique aussi par l'évolution respective des coûts des autres sources de financement : par exemple, en 1999 et 2000, les tarifs bancaires et obligataires ont progressé bien plus vite que le COE. La longue phase de très faible émission, qui s'est étalée du début de 2002 à la mi-2004,

voire fin 2004 s'il est fait abstraction de l'offre publique d'échange d'Interbrew sur Ambev pour donner naissance au groupe Inbev, a été caractérisée par un COE supérieur à sa valeur moyenne de long terme, ainsi que par une évolution nettement plus favorable du prix des sources de financement alternatives.

Depuis la mi-2005, le COE s'est inscrit en baisse, à l'inverse de l'évolution du prix des autres formes de financement, de sorte qu'il se situe aujourd'hui à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne sur longue période. Simultanément, un certain nombre de sociétés non financières semblent avoir retrouvé de l'intérêt à se financer par l'émission d'actions cotées. La mise sur pied de nouveaux segments, tels que le Marché Libre ou Alternext, a probablement concouru à cette évolution. L'amélioration des perspectives conjoncturelles devrait continuer de favoriser cette tendance.

Pour sa part, le nouveau régime de déduction d'intérêts notionnels pourrait susciter une hausse structurelle du financement au moyen de fonds propres par les sociétés belges. Entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2006, cette mesure permet aux entreprises de déduire de leur base

**GRAPHIQUE 7** COÛT DE FINANCEMENT PAR ÉMISSION D' ACTIONS COTÉES ET FLUX D'ÉMISSIONS (1) PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

- (1) Étant donné le profil trimestriel assez irrégulier des flux d'émissions d'actions cotées, ceux-ci ont été lissés sur une base annuelle. Par conséquent, le flux d'un trimestre correspond à la moyenne annuelle calculée sur le trimestre en cours et les trois trimestres précédents.

imposable un montant calculé sur la valeur des capitaux propres corrigée de certains éléments du bilan, à laquelle est appliqué un taux de déduction, égal au taux moyen annuel des OLO. Elle met fin à la discrimination fiscale entre le financement par endettement et le financement par fonds propres et permet ainsi de rapprocher les coûts respectifs de ces deux modes de financement.

## Conclusion

L'émission d'actions représente une source importante de financement pour les sociétés non financières en Belgique. Au cours de la période 1995-2005, leur part dans les nouveaux engagements cumulés des sociétés non financières s'est élevée à quelque 32 p.c. L'émission d'actions a donc représenté le deuxième canal de financement par ordre d'importance, la première place, soit 51 p.c. de l'ensemble, revenant au crédit non bancaire. Sur la période considérée, l'émission d'actions a ainsi constitué une source de fonds beaucoup plus importante que le crédit bancaire ou l'émission de titres à revenu fixe. La majeure partie, 27 p.c., sont des actions non cotées, en raison notamment de l'importance des investissements directs étrangers. Les actions cotées n'ont représenté, quant à elles, que 5 p.c. des nouveaux engagements cumulés des sociétés non financières au cours de la période 1995-2005.

Une analyse empirique des déterminants de la structure du capital met en lumière le fait que les sociétés cotées en bourse et disposant de plus d'immobilisations incorporelles ont davantage tendance à opter pour le financement par actions. D'autres facteurs tels que le niveau d'endettement, la taille et les ressources internes dont dispose l'entreprise, influencent en revanche négativement le recours au financement par actions.

Le moment opportun pour recourir à ce type de financement dépend en partie de facteurs macroéconomiques tels que les investissements réels et financiers. Le coût du capital peut également être considéré comme un déterminant important de l'utilisation du financement par actions. Des émissions notables ont été enregistrées au cours de la période 1999-2001 et depuis la mi-2005. Ces évolutions ont coïncidé avec, soit un coût du capital nettement inférieur à sa moyenne de long terme, soit une évolution du coût du capital plus favorable que celle du prix des sources de financement alternatives. La récente mesure gouvernementale visant à autoriser une déduction des intérêts notionnels pourrait par ailleurs stimuler considérablement les nouvelles émissions d'actions.

## Bibliographie

Brealey, R., Myers S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill.

Jensen, M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Governance, and Takeovers », *American Economic Review*, 76, 323-339.

Jensen, M.C., Meckling, W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Modigliani, F., Miller, M.H. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, 261-297.

Myers, S.C. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

Myers, S.C. (2001), « Capital Structure », *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.

Myers, S.C., Majluf, N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, 13, 187-224.