

**INNOVATION, ACTIFS IMMATERIELS
ET STRUCTURE FINANCIERE
DES ENTREPRISES :
UNE QUESTION DE STYLE (AUSSI)**

Régis CŒURDEROY
BANQUE DE FRANCE
45-1367 CRÉDIT MÉTHODOLOGIE - 75049 PARIS CEDEX 01
FRANCE
Tél. : 01 42 92 41 38 - e.mail : frbdf39q(a)ibmmail.com

Le présent texte aborde les relations entre nature des actifs et structure de financement des entreprises en matière d'innovation. Il est principalement soutenu que plus une entreprise développe une politique d'innovation, plus elle a de chances de recourir au financement propre et de placer en bourse une partie de son capital. L'innovation est ici comprise non seulement au niveau technologique mais également managérial.

Un test empirique comparatif sur 104 entreprises françaises permet de confirmer les principaux attendus théoriques. Les résultats autorisent à soutenir que le choix des modes de financement n'est pas indépendant de la nature des actifs développés au sein de la firme.

1. Innovation : nature des actifs et structure de financement

Quoique remontant à des origines déjà anciennes (Berle et Means, 1932), le thème du contrôle de l'entreprise et de son mode de gestion s'est développé nettement depuis quelques années. La théorie de l'agence, en particulier, a formalisé cette problématique (Jensen et Meckling, 1976). L'une des caractéristiques majeures de la firme moderne est de connaître une séparation entre ses propriétaires -les actionnaires- et ses dirigeants -les managers-. En l'absence de contrôle, les dirigeants sont enclins à privilégier leurs propres objectifs au détriment de ceux des actionnaires -la maximisation des profits-. Il importe donc d'assurer des coûts de contrôle -les coûts d'agence- pour favoriser la convergence des buts entre les différentes parties prenantes.

Par rapport à l'analyse néoclassique, cette approche contribue à renouveler profondément l'image de la firme. Il ne s'agit plus d'une boîte noire où se confondent les intérêts de ceux qui

prennent des risques économiques (les dirigeants) et de ceux qui les supportent (les actionnaires). L'entreprise est vue cette fois comme un « nœud de contrats » (Aoki, Gustaffson, Williamson, 1990), une structure qui dirige, « gouverne », l'action de ses agents. La question du contrôle et du management de la firme se positionne alors de manière centrale dans la mesure où elle conditionne ses choix stratégiques et ses performances. Il existe ainsi des liens étroits entre la propriété, le contrôle, la structure financière et les performances de la firme (Short, 1994).

Sur ces thèmes, deux courants de recherche empiriques se sont principalement développés. Le premier explore l'impact de la propriété et du contrôle sur la performance de la firme ; le second s'intéresse à l'impact de la propriété et du contrôle sur la structure financière de la firme.

Autant les travaux théoriques issus du courant de l'agence ont proposé des modèles sophistiqués pour modéliser les liens entre propriété, contrôle et performance, autant les résultats empiriques se sont avérés jusque là décevants. Comme l'écrit Short (1994, p. 206), « la recherche empirique consacrée aux effets de la structure capitaliste sur la performance de la firme remonte à plusieurs décennies. Elle n'a toutefois pas permis de tirer des conclusions qui indiquent si la nature de la structure capitaliste affecte significativement la performance ». Un certain nombre de facteurs explique ce constat d'échec : la difficulté à mesurer de manière pertinente la notion de contrôle tout comme la multiplicité des parties prenantes dans le contrôle complexifient sérieusement l'objet d'analyse. D'un point de vue économétrique, la plupart des textes suppose une relation linéaire, laquelle reste contestable et contestée (Mc Connel et Servaes, 1990). Enfin, la modélisation de ce type de problématique n'est pas encore réellement stabilisée en particulier dans l'identification des variables internes à l'entreprise et des variables externes (Leech et Leahy, 1991).

L'autre courant empirique, consacré à l'impact de la propriété et du contrôle sur la structure financière de la firme, s'est développé autour de la contestation du théorème de Modigliani et Miller (1958) sur l'indépendance entre structure financière et coût du capital¹. Les relations testées présentent cependant des résultats contradictoires : pour les uns, lorsque les dirigeants

¹Il faut rappeler que ce théorème est formulé sous les hypothèses restrictives suivantes : 1) les marchés sont complets et parfaits ; 2) les agents sont concurrentiels et il n'y a pas d'asymétrie d'information ; 3) il n'y a pas de coûts associés à la faillite d'une entreprises (Biais, Hillion, Malécot, 1993, p.16).

contrôlent la firme, ils recourent plus à l'endettement (Kim et Sorenson, 1986). Pour d'autres, la relation est inverse (Friend et Lang, 1988), voire inconsistante (Zeckhauser et Pound, 1990).

Les relations entre nature des actifs et structure de financement (Williamson, 1988) semblent en revanche plus concluantes. Balakrishnan et Fox (1993) confirment l'hypothèse selon laquelle les actifs non spécifiques doivent plutôt être financés par l'endettement et les actifs spécifiques par le capital. Ils montrent ainsi que la présence d'actifs et de compétences spécifiques à une firme représente un déterminant majeur de la structure financière. Dans la même logique, Marion (1995) montre qu'il est préférable de financer l'innovation sur fonds propres, ce qui semble se confirmer empiriquement (Cœurderoy et Koulayom, 1996). La première forme d'innovation est donc d'ordre technologique et concerne la gestion des actifs immatériels impliqués (savoir-faire, développements technologiques,...).

Une autre forme d'innovation moins souvent citée, du moins dans ce type de littérature, touche l'innovation managériale. La mise en place d'une structure organisationnelle incitatrice pour ses agents, qui favorise l'initiative personnelle tout en la conduisant selon les objectifs de la firme, représente une forme d'innovation moins perceptible que la première (du moins extérieurement) mais tout aussi déterminante.

L'innovation au sein de la firme peut donc se distinguer sous deux grandes familles :

- l'innovation technologique qui se manifeste par le développement d'actifs productifs directement dédiés à la conception des produits ;
- l'innovation managériale qui sous-tend le dynamisme organisationnel de la firme et irrigue l'ensemble de son activité concurrentielle.

Ces deux formes d'innovation ont en commun un fort degré d'immatérialité des actifs. En ce sens, il est souvent très difficile d'en mesurer le rendement réel (Armor et Teece, 1980). C'est pour cette raison que la solution des capitaux propres est fréquemment préconisée comme source de financement. De fait, trois points distinguent fondamentalement les capitaux propres des capitaux d'emprunts (Vernimmen, 1989, p. 225-226) :

- les capitaux propres ne connaissent pas d'engagement de rémunération ;
- les capitaux propres ne connaissent pas d'engagement de remboursement ;
- en cas de liquidation, les créanciers sont désintéressés avant les actionnaires.

Il apparaît ainsi que lorsque les rendements futurs sont difficilement évaluables, le recours à l'endettement peut introduire une hypothèque lourde sur la santé financière de l'entreprise. Le recours aux marchés boursiers est ainsi plus à même de traiter ce type de risque. En ce sens, on peut s'attendre à ce que les entreprises les plus innovantes aient une tendance plus forte que les autres à introduire en bourse une partie de leur capital.

2. Formulation des hypothèses opérationnelles

Il s'agit donc d'explorer les liens entre recours au marché boursier et innovation des firmes. L'opérationnalisation de cette problématique donne lieu à la formulation de six hypothèses spécifiques. Les trois premières concernent le style de management ; les trois autres le caractère innovant des actifs productifs.

- ***Le style de management (les actifs managériaux)***

L'innovation managériale, pour n'être pas que purement verbale doit se concrétiser dans la gestion de l'entreprise. Elle peut ainsi s'observer à trois niveaux :

- au niveau organisationnel, une structure innovante peut s'identifier à travers l'existence de mécanismes incitatifs qui favorisent l'initiative de la promotion interne ;
- au niveau du processus décisionnel, une structure innovante se caractérise par une définition précise des responsabilités et par la mise en place de circuits courts et réactifs ;
- au niveau du métier, une entreprise innovante se distingue par sa capacité créatrice, si l'on utilise un vocabulaire schumpeterien. L'innovation étant déjà une projection vers l'avenir, on peut ainsi s'attendre à ce que les dirigeants de ce type de société manifestent une certaine capacité à anticiper les évolutions de leur métier sur un terme plus long que les autres.

Une entreprise qui adopte ainsi un style de management innovant a de la sorte plus de chances de recourir aux fonds propres. On peut donc s'attendre à ce que ces caractéristiques se rencontrent plus parmi les sociétés présentes en bourse. Ces présupposés conduisent à formuler les trois hypothèses suivantes :

- . (H1) : Plus l'entreprise favorise la promotion interne, plus elle a de chances d'être cotée en bourse.
- . (H2) : Plus l'entreprise dispose d'un processus décisionnel concentré, plus elle a de chances d'être cotée en bourse.
- . (H3) : Plus d'entreprise possède une capacité d'anticipation sur son métier, plus elle a de chances d'être cotée en bourse

- ***Les actifs productifs immatériels***

L'innovation au niveau productif est difficile à évaluer du fait de son caractère foncièrement immatériel (Morvan 1991, Marion 1995). L'indicateur souvent utilisé des dépenses de recherche et développement s'avère en de nombreux points largement insuffisant : d'une part, le lien entre dépenses de recherche et innovation n'est pas toujours linéaire (par exemple, ne pas réussir à innover peut entraîner l'accroissement excessif des budgets de recherche !). D'autre part, l'innovation n'est pas nécessairement le seul fait de la recherche et du développement mais peut venir d'autres fonctions de l'entreprise (marketing, production, ...). Le degré d'innovation des actifs productifs peut ainsi s'apprécier sur plusieurs plans :

- au niveau concurrentiel, l'innovation peut se caractériser par la maîtrise idiosyncratique de technologies de production, c'est-à-dire qui ne sont pas détenues par les concurrents ;
- au niveau des compétences développées, l'innovation se manifeste également par sa difficulté d'appropriation. Une innovation est d'autant plus valorisée qu'elle repose sur des procédés de production difficilement imitables par les concurrents.

- au niveau de la promotion externe, une structure innovante a une tendance à être « extravertie », c'est-à-dire à développer des efforts importants pour faire connaître son offre. En ce sens, elle développe une attention particulière envers l'effort commercial.

Il est ainsi possible de formuler les trois hypothèses suivantes :

. (H4) : Plus d'entreprise possède une maîtrise unique de ses technologies de production, plus elle a de chances d'être cotée en bourse.

. (H5) : Plus l'entreprise développe des procédés de production difficilement imitables, plus elle a de chances d'être cotée en bourse.

. (H6) : Plus l'entreprise fait des efforts de promotion externe, plus elle a de chances d'être cotée en bourse.

2. Méthodologie de recherche

2.1. Le recueil des données

Les observations sont extraites de la base de données qualitatives de la Banque de France. 52 sociétés parmi les 2 000 enquêtées en France en 1996 ont une partie de leur capital coté en bourse. Elles appartiennent toutes aux secteurs des biens d'équipements et des biens intermédiaires. Un deuxième échantillon témoin est construit à partir des sociétés non cotées : pour chaque entreprise cotée, une entreprise non cotée est sélectionnée qui appartient au même secteur (le niveau groupe selon la nomenclature INSEE) et qui possède une taille équivalente. Malgré ces précautions, il faut noter que demeure une différence de taille entre les deux groupes, et ce au profit des cotées (tableau 1). Ceci émerge nettement sur les sociétés les plus grandes. Il est à noter que si les sociétés analysées sont des PME, elles appartiennent aux plus grosses affaires de cette catégorie. Le dernier quartile se classe même plutôt parmi les grandes entreprises.

Du niveau descriptif, certaines caractéristiques émergentes : les entreprises cotées ont une activité internationale plus développée que leurs homologues. En particulier, elles suivent de manière plus intensive le marché nord-américain (même si les pourcentages restent faibles). À l'inverse, il n'y a pas de différence financière particulière entre les deux groupes au niveau du taux de marge.

Tableau 1
Résultats comparatifs entre entreprises cotées et non cotées

Indicateurs financiers	Moyenne	Q1	Q2	Q3	
Chiffre d'affaires (MF) (1991-1995)	328	125	196	383	(non cotées)
	687	156	363	869	(cotées)
Valeur ajoutée (MF) (1991-1995)	81	31	61	97	(non cotées)
	213	46	101	238	(cotées)
Taux d'exportation (%) (1991-1995)	17,4	4,1	9,4	22,9	(non cotées)
	28,0	6,5	18,8	45,8	(cotées)
...dont Amérique du Nord	1,0	0,0	0,0	0,0	(non cotées)
	5,1	0,0	0,0	0,2	(cotées)
Taux de marge (%)	3,8	4,4	6,7	9,9	(non cotées)
	8,5	3,5	7,7	13,6	(cotées)

Q1 = premier quartile

Q2 = deuxième quartile

Q3 = troisième quartile

2.2. Les variables testées

Afin de tester nos hypothèses, six variables sont construites à partir des questions de la base de données qualitatives. Celles-ci peuvent être présentées selon l'ordre des hypothèses.

a) Style de management (H1 à H3)

- Pour indiquer l'incitation interne, une variable binaire (n_intpro) est construite. Elle indique si le système de promotion interne est traditionnel (système incitatif limité à la maîtrise) ou incitatif (système incitatif jusqu'à l'encadrement, voire la direction générale) ;

- Pour indiquer la concentration du pouvoir de décision, une variable ordinale à trois modalités est créée à partir des tiers d'une variable continue (ntx_deci). Est mesuré en effet un ratio indiquant la part des personnes directement impliquées dans la prise de décision stratégique au sein de l'entreprise en fonction des effectifs totaux. Le premier tiers caractérise un système décisionnel concentré, le deuxième un système semi-ouvert et le troisième un système décisionnel dilué. Comme ce ratio identifie les personnes ayant une responsabilité effective dans la décision (et non pas seulement un avis consultatif), on peut considérer que plus le ratio est important, plus il tend à indiquer une inflation de la superstructure et une dilution des responsabilités ;

- Pour indiquer l'esprit d'innovation (n_tempo), une variable ordinale sépare les chefs d'entreprise qui déclarent posséder une vision des évolutions de leur métier inférieur ou égale à trois ans, et ceux qui « voient » au-delà. Ce seuil de trois ans apparaît critique au niveau de l'analyse de l'industrie toute entière. Le premier groupe caractérise ainsi les courts termistes (moins de 3 ans), le second des moyens termistes (3 ans) et le troisième les longs termistes (plus de 3 ans).

b) Mode d'innovation productive (H4 à H6)

- Pour indiquer le niveau d'avance technologique innovante (n_specif), une variable ordinale indique si les principales technologies que maîtrise l'entreprise sont détenues également par un grand nombre de concurrents (plus de 10), un nombre modéré (de 5 à 10), ou par une minorité (moins de 5, l'entreprise interrogée comprise). Dans le premier cas, l'entreprise appartient au peloton, dans le second aux suiveurs et dans le troisième aux innovateurs ;

- Pour indiquer le caractère unique des actifs de l'entreprise (n_imit), une variable binaire indique si les procédés de production qu'utilisent l'entreprise sont imitables (ou imités) par leurs concurrents ou non.

- Pour indiquer l'effort de promotion externe, une variable ordinale à trois modalités est créée selon le même principe que celui qui vient d'être évoqué (ncomm). Le taux de dépenses commerciales (force de vente, promotion, marketing, publicité, ...) est classé en trois tiers : le premier regroupe les non-commerciaux, le second les mixtes et le troisième les extravertis.

c) Méthodes statistiques

Chaque hypothèse est testée séparément, dans un premier temps. Comme il s'agit de variables à 2 ou 3 modalités qui sont comparées sur deux groupes, la vérification se fait par tests du Khi-deux. Le résultat est conforté par la technique de rééchantillonnage de test exact. Dans un deuxième temps, une analyse en composantes principales non linéaires permet de restituer la structure d'ensemble de ces six variables et de positionner les deux groupes d'entreprises.

Enfin, une régression logistique montre le pouvoir explicatif des dimensions qui ressortent de l'analyse des données.

3. L'analyse des résultats

3.1. Analyse des tests d'hypothèse

La lecture peut se faire à deux niveaux (tableau 2):

- au niveau du seuil de significativité ;

- au niveau de la lecture des fréquences, sachant que la répartition théorique se situe à 25 % pour une variable binaire , à 16,67 % pour une variable à trois modalités.

Au premier stade de lecture, les hypothèses 3 et 4 possèdent un niveau de risque trop élevé (14 et 9 %) pour ne pas rejeter l'hypothèse nulle. Pour l'hypothèse 3, il apparaît que les cotées se distinguent cependant par une vision plus long termiste que les autres. Ceci confirme au moins le sens de l'hypothèse précédemment formulée.

Tableau 2
Résultat des tests d'hypothèses

Hypothèse	Libellé	Cotées	Non Cotées	Khi-deux	Test exact
(1)	Système traditionnel de promotion	11 %	21 %	4,37	3 %
	Système de promotion incitatif	39 %	29 %		
(2)	Décision concertée	21 %	12 %	5,93	5 %
	Décision semi ouverte	16 %	15 %		
	Décision diluée	12 %	23 %		
(3)	Court terme	11 %	17 %	4,08	14 %
	Moyen terme	14 %	15 %		
	Long terme	26 %	17 %		
(4)	Peloton	26 %	26 %	5,09	9 %
	Suiveur	13 %	19 %		
	Innovateur	12 %	4 %		
(5)	Imitable	26 %	39 %	7,09	0,1%
	Non imitable	24 %	11 %		
(6)	Non commerciaux	10 %	24 %	8,79	1 %
	Mixtes	22 %	12 %		
	Extravertis	17 %	15 %		

En revanche, dans l'hypothèse 4 le trait le plus marquant tient à la rareté des innovateurs non cotés. Pour les firmes qui développent des technologies très spécifiques et rares sur le marché, le financement hors marché s'affirme ainsi particulièrement problématique. Autrement il est

logique de trouver dans chaque cas une majorité de « peloton » dans la mesure où, par définition, le peloton regroupe le plus grand nombre. Même si le niveau de significativité est faible, l'hypothèse 4 est ainsi respectée.

Le résultat des autres hypothèses est conforme aux attentes. Quelques remarques s'imposent :

- dans l'hypothèse 1, les sociétés cotées ont très majoritairement adopté un système incitatif de promotion interne alors que le partage est beaucoup plus mitigé pour les sociétés non cotées ;

- dans l'hypothèse 2, une situation inverse caractérise clairement les deux groupes. Les non cotées ont une « superstructure décisionnelle » plus étendue que les cotées. On peut voir dans cette situation un effet de la pression externe exercé par le marché des capitaux ;

- enfin, dans l'hypothèse 5, la concentration des non cotées imitables est importante (39 %). Elle indique que si l'entreprise déploie son activité à partir d'actifs standards, répandus sur le marché, elle peut aisément assurer leur financement par le recours à l'endettement. Ceci confirme nettement les arguments de Williamson (1988) ;

- dans l'hypothèse 6, il apparaît en particulier un nombre élevé de non cotées parmi les firmes qui limitent leurs dépenses commerciales. Ce résultat peut se lire ainsi : les dépenses commerciales ne sont pas nécessairement un trait distinctif de promotion dédiée au marché des capitaux, mais il est difficile de s'adresser à celui-ci sans effort de promotion externe.

3.2. L'analyse en composantes principales non linéaire

L'usage de cette méthode permet de traiter simultanément des variables catégorielles et ordinales. Elle est particulièrement adaptée à nos variables.

La lecture des principaux résultats statistiques nous permet de conforter notre approche en deux dimensions (tableau 3). Le test regroupe clairement les trois premières variables sur le premier axe ; les trois dernières sur le second.

Ce premier axe se lit comme un facteur d'innovation managériale : dans une direction il indique une gestion plutôt traditionnelle ; dans l'autre une gestion innovante qui développe l'initiative, la réactivité, la responsabilisation des acteurs et l'effort d'information.

Le deuxième axe traduit l'innovation en matière d'actifs productifs. Dans un sens, il caractérise un mode de production peu spécialisé et peu spécifique, peu adapté à l'innovation mais également plus mesurable en termes de valeur (car comparable et réappropriable) et donc moins risqué. Dans l'autre direction, l'axe signale la présence d'actifs innovants et immatériels.

La projection des modalités des groupes de cotées et des non cotées facilite la représentation de ces résultats (tableau 4) .

L'opposition des deux groupes sur chacun des axes apparaît clairement. L'emploi d'une régression logistique de ces deux axes sur les groupes montre que ces distinctions sont significatives au seuil de 5 %. Le taux de bon classement avoisine les 70 %.

Le lien entre innovation et recours au marché boursier ressort clairement à travers ces résultats. Au sujet du premier axe, ce constat conduit en particulier à s'interroger sur le sens de la relation entre innovation managériale et cotation. On pourrait être en effet tenté d'en conclure que l'ouverture du capital aux actionnaires est une cause de cette innovation. De fait, ce facteur ne peut en soi être négligé.

4. Conclusion

Cette recherche empirique offre une première approche des liens entre nature des actifs et structure de financement. Elle montre que les sociétés cotées en bourse ont plus de chance de pratiquer une politique d'innovation. Ceci s'explique par le fait que le recours aux fonds propres est mieux adapté pour financer des investissements immatériels fortement irrécupérables et dont les rendements futurs impliquent une prime de risque élevée.

Si l'innovation technologique est un thème qui a déjà été exploré, l'innovation managériale représente un aspect nouveau dans ce type de problématique. Elle rejoint en ce sens les

interrogations plus larges du gouvernement d'entreprise dans la mesure où il apparaît un lien entre la structure du capital et le style de management.

Tableau 3

Principaux résultats de l'analyse en composantes principales non linéaire

Multiple Fit			Single Fit				
Variable	Row Sums	Dimension		Variable	Row Sums	Dimension	
		1	2			1	2
N_IMIT	,499	,105	,395	N_IMIT	,499	,105	,395
N_INTPRO	,488	,487	,001	N_INTPRO	,488	,487	,001
N_SPECIF	,520	,038	,482	N_SPECIF	,514	,033	,482
NCOMM	,495	,110	,385	NCOMM	,452	,086	,366
NTX_DECI	,472	,425	,048	NTX_DECI	,463	,424	,039
N_TEMPO	,334	,324	,010	N_TEMPO	,333	,324	,009
Mean:	,468	,248	,220	Mean:	,458	,243	,215

Component Loadings

Variable	Dimension	
	1	2
N_IMIT	-,323	-,628
N_INTPRO	-,698	-,037
N_SPECIF	,180	-,694
NCOMM	-,294	,605
NTX_DECI	,651	,199
N_TEMPO	-,569	,097

Tableau 4
Représentation graphique des modalités et des groupes d'entreprises

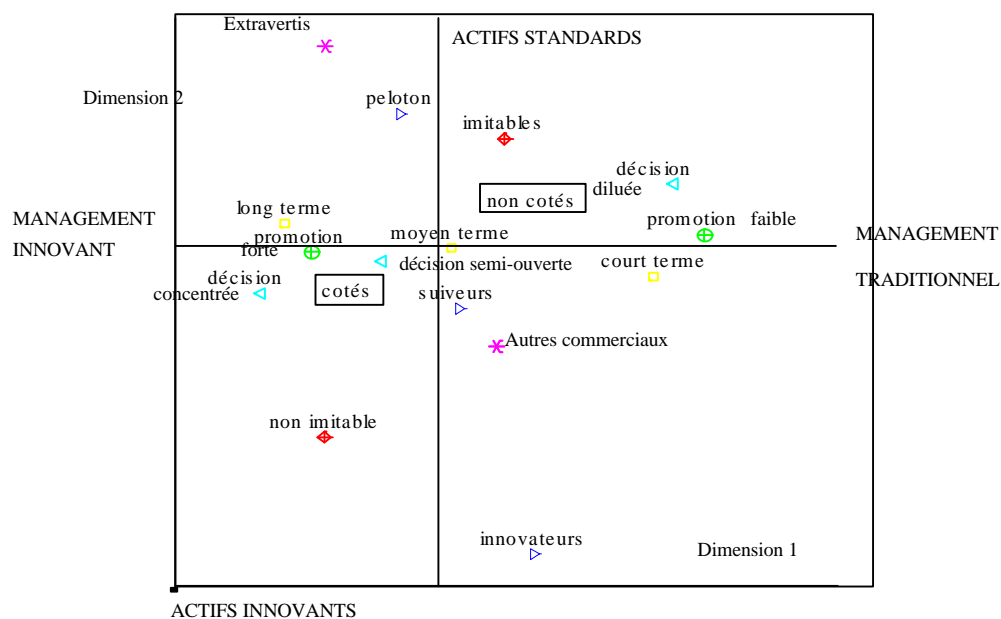


Tableau 5
Régression logistique des deux dimensions
sur les deux groupes de cotés et non cotés

-2 Log Likelihood 127,032
 Goodness of Fit 103,106

	Chi-Square	df	Significance
Model Chi-Square	17,143	2	,0002

		Predicted		
		non cotées	cotées	Percent Correct
Predicted				
non cotées		non cotées	cotées	Percent Correct
		n	c	
Observed				
non cotées	n	33	19	63,46%
cotées	c	15	37	71,15%
		Overall		67,31%

----- Variables in the Equation -----

Variables	B	S.E.	Wald	df	Sig
-----------	---	------	------	----	-----

Dimension 1	-,7703	,2318	11,0387	1	,0009
Dimension 2	-,4363	,2145	4,1379	1	,0419

Bibliographie

- Aoki, M., B. Gustaffson et O.E. Williamson, ed. (1990) *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications.
- Armour H.O. et Teece D.J. (1980) "Vertical Integration and Technological Integration", *Review of Economics and Statistics*, 60, 470-474.
- Balakrishnan, S. et I. Fox (1993) "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 14, 3-16.
- Berle, A.A. et G.C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
- Biais B., P. Hillion et Malécot J.-F. (1995) "La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises", *Economie et Prévision*, 120, 15-28.
- Coeurderoy R. et H. Koulayom (1996) "La trésorerie des entreprises dans un jeu d'engagement crédible", *Journées Internationales de l'Association Française de Finance*, 24-26 juin, Genève.
- Friend, I. et L.H.P. Lang (1988) "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 42, 271-281.
- Jensen, M.C. et W.H. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 4, 305-360.
- Kim, W.S. et E.H. Sorenson (1986) "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.
- Leech, D. et Leahy J. (1991) "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of the Large British Companies", *Economic Journal*, 101, 1418-1437.
- Marion A. (1995) "Le financement de l'actif immatériel des nouvelles entreprises technologiques et innovantes", *Revue internationale PME*, 8(3-4), 205-230.
- McConnell, J.J. et H. Servaes (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Modigliani, F. et Miller M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Morvan Y. (1991) *Fondements d'économie industrielle*, Economica.
- Short, H. (1994) "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of the Firms", *Journal of Economic Surveys*, 8(3), 203-249.
- Vernimmen P. (1989) *Finance d'entreprise : Logique et Politique*, Dalloz.
- Williamson, O.E. (1988) "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
- Zeckhauser, R.J. et Pound J. (1990) "Are Large Shareholders Effective Monitors ? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance", in Hubbard R.G. (ed.)

Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, 149-180, University of Chicago Press.