



Une explication de la relation entre profitabilité et structure de financement des entreprises : regard vers les coûts d'ajustement

*An explanation of the relationship between financial structure and profitability:
a look to adjustment costs*

Kouassi Aké Serge Pascal,

Université Félix Houphouët Boigny, Cocody

Assistant à l'UFR SEG

kouassiake@yahoo.fr / kouassiake@outlook.com

0707735854 / 0102447324

RÉSUMÉ

L'objectif de cette étude d'analyser la relation entre les mouvements d'ajustement et les coûts d'ajustement de la structure financière des entreprises ivoiriennes en considérant leur profitabilité. A partir d'une estimation sur données de panel, l'on trouve que les coûts d'ajustement de la dette et des fonds propres influencent positivement les mouvements d'ajustement de la structure financière des entreprises.

Mots-clés : Structure de financement, Endettement, Fonds propres, Coûts d'ajustement

JEL : G32

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the relationship between adjustment movements and adjustment costs of Ivorian firm's capital structure considering their profitability. From an estimation on panel data, we find that the costs of debt and equity adjustment positively influence the adjustment movements in the financial structure of companies.

Keywords: Financial structure, Debt, Equity, Adjustment costs

JEL : G32

INTRODUCTION

Les amplitudes d'ajustement de la structure de financement à la réaction de l'évolution de la profitabilité des entreprises seraient d'autant plus importantes que les coûts d'ajustement sont importants. Sans tenir compte des coûts et des avantages liés aux différentes décisions de financement, l'importance et la fréquence du recours aux différentes sources de financement dépendraient, en grande partie de la structure des coûts d'ajustement selon des auteurs comme Leary et Roberts (2005), Frank et Goyal (2015).

Selon les prédictions de la théorie du compromis optimal, la performance de l'entreprise devrait évoluer positivement avec la décision d'endettement. Cependant, la littérature empirique montre largement une évolution contraire avec des explications diverses, laissant ainsi à Frank et Goyal (2015) la latitude de qualifier cette relation de puzzle dont la « recomposition » devrait se retrouver dans l'exploitation du ratio d'endettement et non du côté des prédictions théoriques. Ces mouvements d'ajustement génèrent par ailleurs des coûts aussi bien variables que fixes qui devraient être fonction de l'importance de la réaction de la décision d'endettement en réponse à l'évolution de la performance des entreprises. Le paradoxe de la relation entre la performance de l'entreprise et sa décision d'endettement est appréhendé, dans le cadre du présent article, en considérant l'importance d'une éventuelle réaction d'ajustement de l'endettement en fonction des coûts d'ajustement générés.

Le présent article se donne pour objectif d'analyser la relation entre les mouvements d'ajustement du niveau de l'endettement des entreprises ivoiriennes et leurs coûts d'ajustement. L'étude analyse de façon spécifique, la relation entre la profitabilité, les coûts d'ajustement de l'endettement et des fonds propres des entreprises et les mouvements d'ajustements de l'endettement.

En allant dans le sens des apports de la théorie financière, particulièrement de la théorie du compromis optimal, le financement des entreprises par le recours à l'endettement devrait être moins coûteux. Par ailleurs, la volonté de garder un niveau d'endettement optimal génère des comportements d'ajustements vis-à-vis de cette cible d'endettement. Ces comportements d'ajustements sont généralement sujets à des coûts d'ajustement dans la littérature empirique et sont souvent expliqués par des modèles d'ajustement partiels (Fama et French, 2002) ou des modèles d'ajustement continus (Leary et Roberts, 2005). Certains auteurs comme Fischer, Heinkel et Zechner, 1984 montrent que les entreprises attendent que les bénéfices de l'ajustement de l'endettement soient suffisants pour couvrir les coûts générés avant de déployer un quelconque mouvement d'ajustement.

Globalement, les entreprises ajusteraient de façon occasionnelle leur niveau d'endettement. De plus, ces ajustements à la suite de la réaction à la variation de la performance des entreprises ne sont toujours pas proportionnels ou correspondants. Ce constat ne serait valable que dans le cas d'un modèle mono périodique ou d'un modèle dynamique partiel selon Frank et Goyal (2015). L'arbitrage entre les avantages de l'endettement et ses inconvénients sont appréciés dans le cadre de modèles dynamiques faisant, en général, l'hypothèse de l'absence de coûts variables. En effet, l'observation des coûts variables étant empiriquement difficile, ils sont « ignorés » ou « supprimés » pour des raisons de simplicité, afin de ne prendre en compte que les effets des coûts fixes sur le comportement d'ajustement de l'endettement.

L'environnement de financement des entreprises ivoiriennes est fortement dominé par le recours à l'endettement. Le système financier ivoirien est en effet largement dominé par le système bancaire comparativement au marché financier. Ces caractéristiques d'une économie d'endettement montrent l'importance et la dépendance vis-à-vis de l'endettement aussi bien de long terme que de moyen et court termes dans les pratiques de financement des entreprises ivoiriennes. Aussi, l'analyse des pratiques et comportements de financement des entreprises devrait-elle davantage considérer cette situation « institutionnelle ». En s'intéressant à l'importance des ajustements de l'endettement, en réaction à la variation de la performance des entreprises et en fonction des coûts générés par ces

ajustements, la présente étude voudrait contribuer à cerner le comportement de financement des entreprises ivoiriennes, inscrit dans une économie d'endettement.

Les explications empiriques sur le comportement d'ajustement de l'endettement des entreprises en fonction des coûts d'ajustement et au regard de l'évolution de leur performance sont diverses. Les principaux fondements théoriques sont ceux de la théorie du compromis optimal et de la théorie des choix hiérarchiques. D'un point de vue empirique, l'explication du comportement d'ajustement de la structure de financement des entreprises est en général faite par le biais de modèles dynamiques (Fischer et al., 1989 ; Goldstein et al., 2001 ; Leary et Roberts, 2005 ; Welch, 2004 ; Hennesy et Whited, 2005 ; Frank et Goyal, 2015). La décision d'ajustement est coûteuse et se réalise de façon progressive et prudente selon Graham et Leary (2011). Certains travaux trouvent par ailleurs des comportements d'ajustement lents (Fama et French, 2002) voire inexistant (Welch, 2004).

La présente étude se fonde sur la question suivante : les mouvements d'ajustement de la structure de financement des entreprises ivoiriennes sont-ils déterminés par leurs coûts d'ajustement ? Le contexte de la recherche est celui de la décision de financement des entreprises ivoiriennes, précisément de l'analyse des déterminants de l'ajustement du ratio d'endettement des entreprises.

La théorie du compromis optimal résulte de l'arbitrage entre coûts et avantages liés à l'endettement des entreprises (Kraus et Litzenberger, 1973 ; Myers, 1984 ; Bradley et al., 1984 ; Kane et al., 1984). Cette théorie se fonde sur l'existence d'une structure financière cible qui proviendrait d'ajustements plus ou moins dynamiques entre coûts et avantages relatifs aux recours à l'endettement ou aux fonds propres pour le financement des entreprises. Ces coûts et avantages englobent les avantages de l'économie d'impôt sur l'endettement et les inconvénients des coûts de détresse financière liés au surendettement (Hovakimian et al., 2004). Ces coûts et avantages tiennent également compte de divers coûts d'agence liés au financement des entreprises (Jensen et Meckling, 1976 ; Myers, 1977, Stulz, 1990, Hart et Moore, 1995) et à des coûts liés à la signalisation basée sur la structure de financement (Ross, 1977). L'importance des ajustements de la structure de financement des entreprises suite à la variation de la profitabilité est expliquée par la nature et l'importance des coûts supportés dans le cadre des décisions d'ajustement vis-à-vis de la structure financière cible.

La section 1 de la présente étude présente une revue de la littérature sur la question de l'explication du comportement d'ajustement de la structure de financement. La section 2 traite de la méthodologie adoptée dans l'étude, tandis que la section 3 présente les résultats de l'étude suivis d'une discussion dans la section 4.

1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

Les mouvements d'ajustement de la structure de financement des entreprises sont en général expliqués par des modèles dynamiques (Fischer et al., 1989 ; Goldstein et al., 2001 ; Leary et Roberts, 2005 ; Welch, 2004 ; Hennesy et Whited, 2005 ; Frank et Goyal, 2015). Ces modèles expliquent et justifient les ajustements de la structure de financement par l'arbitrage entre avantages et inconvénients liés à l'endettement, en l'occurrence. Cette posture est largement tributaire des modèles issus de la théorie du compromis optimal. Les comportements d'ajustement de la structure de financement sont également expliqués par la théorie des choix hiérarchiques et celle du market timing (Leary et Roberts, 2005 ; Welch, 2004). Les mouvements d'ajustement liés aux conditions mis en avant par ces théories engendrent des coûts qui influencent ces ajustements. Selon Graham et Leary (2011), se référant au modèle de Fischer (1989), bien que les entreprises adoptent des comportements d'arbitrage entre les avantages et les inconvénients liés à l'endettement, la valeur de leur actif est influencée par des chocs qui nécessitent des réajustements de la structure de financement. Ces ajustements qui s'avèrent coûteux suggéreraient non l'existence d'une structure d'endettement optimale mais plutôt une fourchette d'optimalité de la structure de financement. Ainsi, selon ces auteurs, les entreprises

resteront inactives quant à leur structure de financement tant que le ratio d'endettement se trouve dans cette fourchette d'optimalité. Les entreprises ne réaliseront des ajustements que lorsque le ratio d'endettement se retrouve hors de cette fourchette d'optimalité.

Les modèles explicatifs de l'influence des coûts d'ajustement sur la structure de financement ne sont cependant pas toujours en phase avec la théorie du compromis optimal, à la base de l'explication de l'arbitrage entre inconvénients et avantages attachés à l'endettement. Strebulaev (2007, cité par Graham et Leary, 2011) trouve une relation négative entre le ratio d'endettement et la profitabilité. Il trouve par ailleurs un mouvement d'ajustement moyen lent vers le ratio d'endettement. Kurshev et Strebulaev (2007) trouvent également une relation négative entre la taille et le ratio d'endettement cible. Outre les facteurs explicatifs communs à la littérature et relatifs en général aux entreprises, il est également mis en évidence l'influence de facteurs macroéconomiques sur l'ajustement de la structure de financement (Bhamra et al., 2010 ; Frank et Goyal, 2009, Chen, 2010).

Graham et Leary (2011) résument à trois résultats clés, les explications de l'ajustement de la structure de financement en tenant compte des coûts d'ajustement. Dans un premier temps, les entreprises réalisent des ajustements progressifs, en moyenne quatre fois dans l'année. Deuxièmement, l'éventuel ajustement de la structure financière dans la période suivante évolue de façon croissante et modérée. Troisièmement, toute variation du ratio d'endettement par rapport aux objectifs d'ajustement réduit le temps nécessaire d'ajustement de la structure de financement des entreprises.

Welch (2004) explique dans la théorie de l'inertie que les marchés financiers ne sont pas synchronisés avec les mouvements d'ajustement de la structure de financement des entreprises. En effet, les entreprises ne rééquilibreraient pas leurs structures de financement à la suite des chocs sur la valeur de marché de leurs fonds propres. Aussi, pour Welch (2004), « les motifs d'émission des entreprises eux-mêmes restent largement un mystère. P. 107 » (cité par Leary et Roberts, 2005).

Des modèles d'ajustements partiel et lent sont également mis en avant par Fama et French (2002), en l'occurrence, qui caractérisent le taux moyen d'ajustement de la structure de financement comme évoluant à un « rythme d'escargot ». Dans ce cas, ces mouvements d'ajustements deviendraient difficilement perceptibles dès lors qu'ils ont un caractère partiel et qu'ils ne sont pas continus.

Leary et Roberts (2005) partent de la considération de l'existence de coûts d'ajustement dans le processus d'ajustement de la structure de financement des entreprises. En utilisant un modèle de durée dynamique, ils étudient les motivations sous-jacentes aux décisions d'ajustement de la structure de financement. Ils trouvent que ces mouvements d'ajustement sont fortement influencés par la présence de coûts d'ajustement aussi bien fixes que variables. Pendant que ces deux auteurs trouvent dans leurs résultats une cohérence avec les prédictions de la théorie des choix hiérarchiques qui considèrent l'influence de coûts d'anti sélection comme déterminant de la décision de financement des entreprises, leurs résultats restent différents de ceux de Baker et Wurgler (2002) et Welch (2004). L'analyse de l'influence et de l'importance des coûts d'ajustement sur la structure de financement des entreprises a été largement traitée par Frank et Goyal (2015). Leurs travaux sur l'influence des coûts d'ajustement considèrent les réactions d'ajustement de la structure de financement suite à des chocs générés par l'évolution de la profitabilité des entreprises. Ils utilisent comme support théorique les prédictions de la théorie du compromis optimal qui prédit une relation positive entre la profitabilité et les ajustements de la structure de financement des entreprises. Constatant dans la littérature un « échec » de cette prédiction, ils qualifient de « puzzle » la relation entre la profitabilité et la structure de financement. Ils trouvent que cet « échec » ne provient pas de l'exploitation de la théorie mais plutôt de l'utilisation du ratio d'endettement qui est influencé aussi bien au numérateur qu'au dénominateur par les chocs générés par la profitabilité. Dans l'explication de l'évolution de la structure de financement des entreprises, ils trouvent que les coûts qui emmènent à maintenir la structure de financement à un niveau donné, ont une importance prépondérante. Selon ces auteurs, et en se référant à la littérature, la

prise en compte de ces coûts d'ajustement pourrait être l'élément réconciliateur entre les prédictions de la théorie du compromis et les résultats empiriques. En considérant ces travaux qui témoignent d'un manque de consensus sur la relation entre mouvements d'ajustement et coût d'ajustement de la structure financière des entreprises, la présente étude, en s'alignant sur les résultats de Frank et Goyal (2015), postule que les coûts des fonds propres et les coûts de l'endettement influencent positivement les mouvements d'ajustement de l'endettement des entreprises. De plus, la rentabilité influence négativement les mouvements d'ajustement de l'endettement.

L'idée maîtresse au centre de la théorie du compromis optimal est que les entreprises réalisent un arbitrage entre les avantages et les inconvénients liés au recours à l'endettement. Le choix de leur structure de financement provient ainsi de l'arbitrage entre coûts et bénéfices liés à ces choix. Les coûts liés au financement des entreprises sont de différentes natures. En se référant à la théorie du compromis optimal, le surendettement est aussi bien coûteux (coûts d'agence et de faillite) que le sous endettement (perte du bénéfice fiscal et problème de flux de trésorerie discrétionnaires).

Dans le cadre du présent papier, comme Frank et Goyal (2015), les coûts d'ajustement de la structure de financement sont retenus. Ces coûts d'ajustements sont des coûts à caractères fixe et variables qui cohabitent dans les différents mouvements d'ajustement de la structure de financement.

2. Méthodologie de l'étude

2.1. Données de l'étude

L'échantillon de l'étude est constitué de 1536 entreprises ivoiriennes de tous les secteurs d'activité sur la période de 2000 à 2013. La base de sondage est celle de la Direction des Enquêtes et Vérification de la DGI (Direction Générale des Impôts de Côte d'Ivoire). Il s'agit donc d'une base de données nationale qui contient les comptes annuels de toutes les entreprises exerçant sur le territoire ivoirien. Les données de l'étude sont ainsi issues des bilans et comptes de résultat des entreprises ivoiriennes de tous les secteurs d'activité sauf les entreprises exerçant dans les domaines financiers et les entreprises publiques. Pour le nettoyage de la base de données initiale, les entreprises ayant des capitaux propres et un chiffre d'affaires négatifs ou ayant leur rubrique « chiffre d'affaires » non renseignée, sont exclues de l'échantillon. En outre, les entreprises dont le total actif est différent du total passif sont également exclues de l'échantillon. Le nombre d'entreprises retenues dans la présente étude sur la base d'un panel cylindré est de 1536 entreprises.

2.2. Variables de l'étude

La présente étude vise à analyser la relation entre les mouvements d'ajustement du niveau de l'endettement des entreprises ivoiriennes et leurs coûts d'ajustement. Elle considère la relation entre la rentabilité, les coûts d'ajustement de l'endettement et des fonds propres des entreprises et les mouvements d'ajustements de l'endettement. La variable expliquée concerne les mouvements d'ajustement de la structure financière. Leary et Roberts (2005) mesurent les mouvements d'ajustement de la structure de financement par la différence entre la dette nette émise et les capitaux propres émis, rapportées au total du bilan. Frank et Goyal (2015), quant à eux mesurent les mouvements d'ajustement par la variation de la dette et la variation des capitaux propres.

Comme Leary et Roberts (2005) qui considèrent les approches d'auteurs tels Hovakimian, Opler, et Titman (2001), Hovakimian (2004), et Korajczyk et Levy (2003) pour capter les mouvements d'ajustement de la structure de financement des entreprises, la présente étude retiendra la différence entre l'endettement et les capitaux propres pour mesurer les mouvements d'ajustements des entreprises ivoiriennes.

Les variables explicatives de l'étude sont la rentabilité et les coûts d'ajustement des fonds propres et de l'endettement auxquels l'on a ajouté des variables de contrôle que sont la taille, le risque et

l'écart moyen de la dette par rapport au ratio d'endettement sectoriel.

Comme Frank et Goyal (2015), la performance des entreprises est mesurée avant impôts. Elle est mesurée par l'excédent brut d'exploitation rapportée au total du bilan. Dans la littérature, les coûts d'ajustement de la structure de financement sont généralement mesurés par des proxy utilisant des modèles tels que le Score de Altman et le modèle de Altinkilic et Hansen (2000). Le score de Altman est utilisé pour mesurer le coûts des ajustement relatifs à l'endettement tandis que le modèle de Altinkilic et Hansen (2000) est utilisé pour mesurer les coûts d'ajustement relatifs aux fonds propres. Ces deux modèles ont été conçus dans le cadre d'entreprises cotées sur des marchés financiers. Les coûts d'ajustement dont ils font référence, tiennent donc compte du recours au financement par le biais d'émission d'actions ou de titres de participations, et du recours à l'émission de titres obligataires. Dans le cadre de la présente étude, vu que les entreprises de l'échantillon ne sont pas des entreprises cotées, d'autres proxy seront privilégiés. Pour le coût d'ajustement des fonds propres, il est retenu la rentabilité financière, mesuré ici par l'excédent brut d'exploitation sur les capitaux propres. Le coût d'ajustement de la dette est mesuré par le coût du crédit. Il est obtenu à partir de la différence entre les taux d'intérêt débiteurs annuels et la moyenne des ces taux sur la période de l'étude.

Des variables de contrôles sont utilisées dans la présente étude pour appréhender la relation existante entre coûts d'ajustement et mouvements d'ajustement de la structure de financement des entreprises. Il s'agit de la volatilité des profits, la taille des entreprises et la position de l'endettement des entreprises en fonction du ratio cible sectoriel. La volatilité des profits ou risque opérationnel de l'entreprise notée RISQ, est mesurée par la différence relative au carré entre le bénéfice d'une entreprise donnée et le bénéfice moyen de toutes les entreprises de l'échantillon. La variable ECART mesure la position par rapport au ratio cible d'endettement sectoriel. Le tableau 1 récapitule les variables utilisées dans le cadre de cette étude.

2.3. Analyse économétrique

2.3.1. Modèle théorique

Le comportement d'ajustement de la structure de financement est généralement appréhendé à partir de modèles théoriques dynamiques (Fischer et al., 1989 ; Goldstein et al., 2001 ; Leary et Roberts, 2005 ; Welch, 2004 ; Hennesy et Whited, 2005 ; Frank et Goyal, 2015). Par ailleurs, l'analyse du comportement d'ajustement de la structure financière des entreprises se réfère aux tests de plusieurs théories explicatives, dont les principales sont la théorie du compromis optimal, des choix hiérarchiques et la théorie du market timing (Carpentier et Suret, 1999 ; Carpentier, 2000 ; Gaud et Jani, 2002 ; Frank et Goyal, 2009 ; Colot et Croquet, 2007).

Dans le cadre de la présente étude, il est retenu une analyse statique à l'instar de Fama et French (2002). Ce choix est motivé par la nature et la structure des données obtenues dans la collecte des comptes des entreprises ivoiriennes enregistrées auprès de la Direction Générale des Impôts. En outre, l'analyse est réalisée en tenant compte des prédictions aussi bien de la théorie du compromis optimal que des prédictions de la théorie des choix hiérarchiques. L'étude étant réalisée sur un échantillon non cylindré de 1536 entreprises sur la période de 2000 à 2013, l'estimation se fera par le biais d'une relation économétrique en panel. Cette relation est théoriquement décrite par :

$$y_{i,t} = \beta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Soit :

$$AJUST_{i,t} = \beta_1 C_DT_{i,t} + \beta_2 C_FP_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 TAIL_{i,t} + \beta_5 ECART_{i,t} + \beta_6 RISQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Pour rappel, la variable dépendante est relative à la mesure des mouvements d'ajustement de la structure de financement des entreprises. Il s'agit de la variable ajustement ($AJUST_{i,t}$) de la structure financière. Les variables explicatives sont la profitabilité ($PROF_{i,t}^{\square}$), les coûts d'ajustement des fonds propres ($C_{FP_{i,t}^{\square}}$) et de la dette ($C_{DT_{i,t}^{\square}}$), la taille ($TAILL_{i,t}^{\square}$), le risque ($RISQ_{i,t}^{\square}$) et l'écart par rapport au ratio cible d'endettement ($ECART_{i,t}$). $\varepsilon_{i,t}$ désigne les termes d'erreurs du modèle, et les β désignent les coefficients des variables.

2.3.2. Tests de spécification

Pour mesurer la présence d'effets individuels ou d'effets communs dans le modèle de la présente étude, les tests de Fischer et du multiplicateur de Lagrange ont été effectués. Ces tests donnent comme résultats l'existence d'une présence significative d'effets individuels dans le modèle à estimer (tableaux 2 et 3). L'existence d'effets individuels au sein du modèle emmène à vérifier si ces effets sont différents pour chacune des entreprises. Ces effets individuels sont-ils fixes ou variables ? Pour vérifier les caractères fixes ou aléatoires de ces effets individuels, le test de spécification de Hausman est effectué. La réalisation du test de spécification d'effet fixes ou aléatoires de Hausman (tableau 4) emmène à conclure à la présence d'endogénéité. Ainsi recourir à un estimateur à effet fixe (Within) serait meilleur car il possède des propriétés meilleures dans ce cas de figure. L'estimateur des moindres carrés généralisés (MCG) utilisé dans le cas du modèle à effets aléatoires, est asymptotiquement identique à l'estimateur Within. Toutefois, pour des panels de dimension temporelle réduite, comme le nôtre, il peut exister de fortes différences entre les réalisations des deux estimateurs. Dès lors, au-delà de l'interprétation financière, le choix de la spécification, et par là même de la méthode d'estimation, est particulièrement important pour ce type de panel. Aussi, compte tenu des résultats des tests obtenus, l'estimateur Within est-il retenu pour l'estimation du modèle théorique de l'étude.

3. RÉSULTATS

Le tableau 5 donne les résultats du calcul des coefficients du modèle avec leur significativité respective. La significativité globale du modèle est mesurée grâce au test de significativité de Wald (tableau 6). Les résultats du test de Wald permettent de conclure à la significativité globale du modèle avec un R^2 de 79,9 %. Les résultats de l'analyse économétrique montrent que toutes les variables d'intérêt du modèle de l'étude sont significatives. Les coûts d'ajustement mesurés par le coût du crédit et le coût des fonds propres affectent positivement l'ajustement de la structure financière. Une augmentation du coût de crédit de 1 permet la hausse de l'ajustement de la structure financière de 0,0019. D'un autre côté, une hausse des coûts des fonds propres de 1 entraîne une hausse de l'ajustement de la structure financière de 0,0023. Les coûts d'ajustement comptent dans le processus d'ajustement de la structure de financement des entreprises. De plus, l'ajustement est plus important lorsqu'il s'agit du coût des fonds propres. La variable profitabilité a un impact négatif sur la variable ajustement de la structure financière. En effet, un gain de profitabilité de 1 affecte l'ajustement de la structure financière de -0,17. Ce résultat inverse aux prédictions de la théorie du compromis optimal, est à la base de la prise en compte des coûts d'ajustement dans l'explication du comportement d'ajustement des entreprises. La variable ECART influence positivement et de façon significative l'ajustement de la structure de financement des entreprises. Ce résultat confirme un mouvement d'ajustement vis-à-vis d'un ratio cible.

4. DISCUSSION

Les résultats de l'analyse économétrique permettent de confirmer l'influence des coûts d'ajustement dans le processus d'ajustement de la structure de financement des entreprises. En effet, les variables d'intérêt dans le cadre de la présente recherche sont les coûts d'ajustement mesurés par les coûts d'ajustement des fonds propres et de l'endettement, et la profitabilité. Les coûts d'ajustement des fonds propres et de la dette présentent des coefficients significativement positifs. Les coûts d'ajustement de la structure de financement comptent dans le cadre du comportement d'ajustement de la structure financière des entreprises ivoiriennes. Ces résultats sont bien conformes aux résultats de Fama et

French (2002), de ceux de Leary et Roberts (2005) et de Frank et Goyal (2015). La particularité de nos résultats réside dans l'analyse utilisée : il est fait usage ici d'un modèle statique comme dans le cadre des travaux de Fama et French (2002), contrairement aux travaux de Leary et Roberts (2005) et de Frank et Goyal (2015) qui utilisent des modèles dynamiques.

La profitabilité présente un signe négativement significatif au seuil de 0,1 %. Ainsi, les mouvements d'ajustements évoluent en sens contraire avec la performance des entreprises. Ce résultat qui remet en cause les prédictions de la théorie du compromis est plus proche des prédictions de la théorie des choix hiérarchiques. Les entreprises qui présentent une rentabilité plus importante ajustent leur endettement en-dessous de l'endettement cible. Ainsi, ces entreprises préféreraient utiliser leurs ressources propres. Ce comportement reflète les considérations liées à l'asymétrie d'information et à l'indépendance de l'entreprise vis-à-vis des pourvoyeurs de fonds externes. Biais et al. (1995), Kremp et al. (1999), Benkraiem (2010) trouvent des résultats similaires pour les entreprises françaises, ainsi que Leary et Roberts (2005), Frank et Goyal (2015) pour les entreprises américaines, Booth et al. (1995) pour les pays en développement. Ce résultat peut provenir de plusieurs explications dont l'usage d'un modèle statique dans l'analyse de la relation entre la performance des entreprises et leurs décisions d'ajustement de la structure de financement.

CONCLUSION

Les coûts d'ajustement de l'endettement et des fonds propres affectent positivement les mouvements d'ajustement de la structure financière des entreprises ivoiriennes. Ces mouvements sont plus importants lorsqu'il s'agit d'une augmentation du coût des fonds propres. La prise en compte des coûts d'ajustement constitue une explication de l'« échec » de la théorie du compromis optimal quant à l'influence de la performance dans la décision d'endettement des entreprises. En outre, la nature variable ou fixe de ces coûts pourrait renseigner certainement le sens dans lequel les ajustements sont réalisés.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Altinkılıç O, Hansen RS (2000) "Are there economies of scale in underwriting fees? Evidence of rising external financing costs" *The Review of Financial Studies*, 13(1) : 191-218.
- Baker M, Wurgler, J (2002) "Market timing and capital structure." *The Journal of Finance*, 57(1) : 1-32.
- Benkraiem R. (2010) «Taille des entreprises et structure du capital: tests empiriques sur Euronext Paris.» *Management international/Gestión Internacional/International Management*, 14(4) : 115-124.
- Carpentier C, Suret J (1999) «Stratégies de financement des entreprises françaises: Une analyse empirique». *Stratégies*, 99 : 09.
- Chen H (2010) «Macroeconomic conditions and the puzzles of credit spreads and capital structure.» *The Journal of Finance*, 65(6) : 2171-2212.
- Colot O, Croquet M (2007) «La contribution de variables propres aux PME et à leur dirigeant dans l'explication de la structure financière des PME.» *La revue des sciences de gestion*, (6) : 61-72.
- Fama, E, French K (2002) "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt." *The review of financial studies*, 15(1) : 1-33.
- Frank M, Goyal V (2015) "The profits-leverage puzzle revisited." *Review of Finance*, 19(4) : 1415-1453.
- Frank M, Goyal V (2009) "Capital structure decisions: which factors are reliably important?" *Financial management*, 38(1) : 1-37.
- Fischer E, Heinkel R, Zechner J (1989) "Dynamic recapitalization policies and the role of call premia and issue discounts." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 427-446.
- Gaud P, Jani E (2002) «Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique.» [En ligne] Archives ouvertes UNIGE, <http://archive-ouverte.unige.ch>
- Goldstein R, Ju N, Leland H (2001) «An EBIT-based model of dynamic capital structure.» *The Journal of Business*, 74(4) : 483-512.

- Graham J, Leary M (2011) "A review of empirical capital structure research and directions for the future." *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 3(1) : 309-345.
- Hennessy C, Whited T (2005) "Debt dynamics." *The journal of finance*, 60(3), 1129-1165.
- Hovakimian A, Tehranian H (2004) "Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues." *Journal of financial economics*, 71(3), 517-540.
- Hovakimian A, Opler T, Titman S. (2001) "The debt-equity choice." *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 1-24.
- Hovakimian A (2004) "The role of target leverage in security issues and repurchases." *The Journal of Business*, 77(4), 1041-1072.
- Jensen M, Meckling W (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics*, 3(4) : 305-360.
- Korajczyk R, Levy A (2003) "Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints." *Journal of financial economics*, 68(1) : 75-109.
- Kraus A, Litzenberger R (1973) "A state-preference model of optimal financial leverage." *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Leary M, Roberts M (2005) "Do firms rebalance their capital structures?" *The journal of finance*, 60(6) : 2575-2619.
- Myers S (1984) «Capital structure puzzle» (No. w1393). National Bureau of Economic Research.
- Myers S (1977) «Determinants of corporate borrowing.» *Journal of financial economics*, 5(2) : 147-175.
- Strebulaev I (2007) "Do tests of capital structure theory mean what they say ?" *The journal of finance*, 62(4) : 1747-1787.
- Stulz R (1990) "Managerial discretion and optimal financing policies." *Journal of financial Economics*, 26(1) : 3-27.
- Welch I (2004) "Capital structure and stock returns." *Journal of political economy*, 112(1), 106-131.

TABLEAUX

Tableau 1. Variables de l'étude

Variable	Nom dans le modèle	Description
Ajustement de la structure financière	ASF	Différence entre la dette et les capitaux propres
Coût d'ajustement de l'endettement	CCR	Ecart moyen du taux d'intérêt débiteur
Coût d'ajustement des fonds propres	CFP	Rentabilité financière
Profitabilité	PRO	Rentabilité économique
Taille	CA	Chiffre d'affaires rapporté au total bilan
Position par rapport au ratio cible	ECART	Différence entre le ratio sectoriel et le ratio d'endettement
Risque	RISQ	Variance de la profitabilité

Tableau 2. Test de Fisher pour les effets individuels

F Test	Modèle
Statistique de test	3.9536
P value	0,0000

Tableau 3. Test du multiplicateur de Lagrange pour les effets individuels

LM Test	Modèle
Statistique de test	18.799
P value	0,0000

Tableau 4. Test de Hausman

Hausman Test	Modèle
Statistique de test	1818.2
P value	0,0000

Tableau 5. Estimation des paramètres du modèle

Variabes	Coefficients	Std.Error	z-value	Pvalue	Significativité
CCR	0.00192850	0.00094411	2.0427	0.0410	*
CFP	0.00231638	0.00032475	7.1329	0.0000	***
PRO	-0.17232277	0.01277455	-13.4895	0.0000	***
CA	0.00046021	0.00043031	1.0695	0.2848	
ECART	0.52393965	0.01529097	34.2647	0.0000	***
RISQ	0.00179177	0.00013800	12.9837	0.0000	***

Notes : *** : significatif à 0.1%, ** : significatif à 1%, pas d'étoile : non significatif, R-Squared : 0.79949

Tableau 6. Test de Wald pour la significativité globale du modèle

WALD Test	Modèle 1
Statistique de test	6484.3
P value	0.0000