



**HAL**  
open science

# MATURITÉ DE LA DETTE, QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE ET GOUVERNANCE

Yao Maurice

► **To cite this version:**

Yao Maurice. MATURITÉ DE LA DETTE, QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE ET GOUVERNANCE. Gestion et management. CleRMa - Clermont Recherche Management, 2017. Français. NNT: . tel-03623300

**HAL Id: tel-03623300**

**<https://uca.hal.science/tel-03623300>**

Submitted on 29 Mar 2022

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

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

Université Clermont Auvergne  
Ecole Doctorale des Sciences Economiques, Juridiques, Politiques et de Gestion  
Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management

# **MATURITÉ DE LA DETTE, QUALITÉ DE L'INFORMATION FINANCIÈRE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE**

Thèse présentée et soutenue publiquement le 12 décembre 2017,  
pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences de Gestion  
par

**Yao Maurice**

sous la direction de

M. Yves Mard, Professeur des Universités, Université Clermont Auvergne

M. Éric Séverin, Professeur des Universités, Université de Lille 1

---

## **Membres du Jury**

M. Yves Mard	Professeur, Université Clermont Auvergne	Directeur de thèse
M. Éric Séverin	Professeur, Université de Lille 1	Directeur de thèse
M. Pascal Dumontier	Professeur, Université Paris Dauphine	Rapporteur
Mme. Isabelle Martinez	Professeur, Université Toulouse III Paul Sabatier	Rapporteur
Mme. Géraldine Broye	Professeur, EM Strasbourg	Suffragante
M. François Aubert	Professeur, Université Clermont Auvergne	Suffragant

*L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs*

*À mes parents*

# Remerciements

---

Mes premiers mots s'adressent à mes directeurs de thèse, le professeur Yves Mard et le professeur Éric Séverin. Je vous remercie pour la confiance que vous m'avez témoignée, en me donnant l'opportunité de réaliser cette thèse sous votre supervision toujours bienveillante. Tout au long de ce travail de recherche, vous avez été disponibles, à l'écoute, et vos remarques ont enrichi ma réflexion et ont amélioré cette recherche. Je tiens à vous témoigner ma sincère et profonde reconnaissance.

Je remercie ensuite les professeurs Pascal Dumontier et Isabelle Martinez qui me font l'honneur d'être les rapporteurs de ce travail doctoral. Je remercie également les Professeurs Géraldine Broye et François Aubert pour leur participation à ce jury de thèse.

Je tiens aussi à adresser mes remerciements à tous les membres du CRCGM. Je remercie particulièrement les chercheurs de la thématique « Gouvernance et Valeur » pour leurs remarques constructives. Je remercie également les doctorants. Nos échanges ont constitué une aide capitale pour mener à bien cette recherche.

Je tiens enfin à remercier tous ceux qui m'ont soutenu durant ces années : ma famille et mes amis.

# Résumé

---

**Résumé :** Cette thèse constituée de trois essais s'intéresse aux déterminants de la maturité de la dette des sociétés. Le premier essai examine le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette à partir d'un échantillon de sociétés françaises. Nos résultats montrent que le contrôle par la dette à court terme peut, dans une certaine mesure, se substituer aux mécanismes traditionnels de gouvernance tels que la structure de l'actionnariat. Le second essai étudie la relation entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette à partir d'un échantillon de sociétés européennes. Nous étudions particulièrement l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette. Nous montrons alors que la gestion des résultats a un effet négatif sur la dette à long terme dans la structure de dette des firmes. En outre, nous observons que le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil. Enfin, le troisième essai analyse dans le contexte français du co-commissariat aux comptes, si la présence d'auditeurs réputés dans le collège de commissaires aux comptes est associée à la maturité de la dette. Il ressort de cette étude que la présence des auditeurs du Big 4 est associée positivement à la dette à long terme.

**Mots clés :** maturité de la dette, structure de l'actionnariat, gestion des résultats, Big 4.

**Abstract:** This thesis consists of three essays aims to examine the determinants of corporate debt maturity. The first essay examines the link between ownership structure and debt maturity using a sample of French companies. Our results show that the monitoring by short-term debt can, to a certain extent, to be a substitute for traditional governance mechanisms such as ownership structure. The second essay examines the relation between financial reporting quality and debt maturity using a sample of European companies. We study specifically the effect of earnings management on debt maturity. We find that firms with high earnings management activities are associated with less long-term debt. In additional analysis, we observe that the negative link between earnings management and long-term debt holds only in code law countries. Finally, the third essay analyzes in the French context of joint audit, whether the presence of reputable auditors is associated with debt maturity. The study shows that appointing Big 4 auditors is positively associated with long term debt.

**Keywords :** debt maturity, ownership structure , earnings management, Big 4.



# Table des matières

---

<b>Chapitre introductif .....</b>	<b>1</b>
1. L'approche théorique et les questions de recherche .....	2
1.1. La théorie de l'agence .....	2
1.2. La dette.....	3
1.3. La structure de l'actionnariat .....	5
1.4. L'information financière et le rôle de l'auditeur légal .....	6
1.5. Les questions de recherche .....	7
2. Présentation des travaux de recherche .....	10
3. Les déterminants de la maturité de la dette : théorie et évidence .....	13
3.1. Les théories de la maturité de la dette.....	13
3.1.1. L'hypothèse des coûts d'agence.....	13
3.1.2. L'hypothèse de l'asymétrie d'information et le risque .....	14
3.1.3. L'hypothèse de la fiscalité .....	15
3.2. Les résultats empiriques.....	16
Bibliographie.....	24
<b>Chapitre 1 Maturité de la dette et structure de l'actionnariat .....</b>	<b>29</b>
Introduction.....	30
1. Revue de littérature et hypothèses .....	32
1.1. Concentration de l'actionnariat et maturité de la dette .....	32
1.2. Nature de l'actionnariat et maturité de la dette .....	35
1.2.1. L'actionnariat des dirigeants .....	35
1.2.2. L'actionnariat familial.....	37
1.2.3. L'actionnariat financier.....	38
2. Données et méthodologie .....	39
2.1. Données.....	39
2.2. Mesure des variables et statistiques descriptives .....	41
2.2.1. Mesure de la maturité de la dette .....	41
2.2.2. Variables de structure de l'actionnariat.....	41
2.2.3. Variables de contrôle .....	42
2.2.4. Statistiques descriptives .....	44
2.3. Spécification du modèle.....	45
3. Résultats.....	47
3.1. Analyse bivariée.....	47
3.2. Le lien entre structure de l'actionnariat et maturité de la dette .....	49



3.2.1. Concentration de l'actionnariat et maturité de la dette .....	49
3.2.2. Le type d'actionnaire et la maturité de la dette .....	52
3.2.3. Robustesse de résultats.....	55
Conclusion .....	60
Bibliographie.....	62

## **Chapitre 2 L'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette : une étude internationale..... 68**

Introduction.....	69
1. Revue de littérature et hypothèses .....	72
1.1. L'effet de la qualité de l'information financière sur la maturité de la dette.....	72
1.2. Le rôle modérateur du système de droit commun.....	74
2. Données et méthodologie .....	75
2.1. Données.....	75
2.2. Mesure des variables et statistiques descriptives .....	78
2.2.1. Mesure de la maturité de la dette .....	78
2.2.2. Mesure de la gestion des résultats .....	78
2.2.3. Variables de contrôle .....	80
2.3. Spécification du modèle.....	83
3. Résultats.....	84
3.1. La relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette.....	84
3.2. Le système juridique de droit commun influence-t-il la relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette ? .....	90
3.3. Endogénéité potentielle.....	93
Conclusion .....	98
Bibliographie.....	100

## **Chapitre 3 L'impact du choix des auditeurs sur la maturité de la dette : le cas de la France..... 105**

Introduction.....	106
1. Revue de littérature et hypothèse.....	108
2. Données et méthodologie .....	110
2.1. Données.....	110
2.2. Mesure des variables et statistiques descriptives .....	110
2.2.1. Mesure de la maturité de la dette .....	110
2.2.2. Variables du choix des auditeurs.....	111
2.2.3. Variables de contrôle .....	111
2.2.4. Statistiques descriptives .....	112
2.3. Spécification du modèle.....	113

3. Résultats.....	115
3.1. Le lien entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette .....	117
3.2. Robustesse des résultats .....	119
Conclusion .....	122
Bibliographie.....	123
<b>Conclusion générale</b> .....	128
Bibliographie générale .....	133



# Liste des tableaux

---

## Chapitre introductif

Tableau 1 : Les déterminants de la maturité de la dette .....	22
---	----

## Chapitre 1 Maturité de la dette et structure de l'actionariat

Tableau 1 : Répartition des observations par secteur d'activité .....	40
Tableau 2 : récapitulatif des Variables .....	43
Tableau 3 : Statistiques descriptives sur la période 2011-2013 (N=501).....	44
Tableau 4 : Corrélations entre les variables (N=501) .....	48
Tableau 5 : Régressions à partir des variables de concentration de l'actionariat .....	50
Tableau 6 : Régressions à partir des variables du type d'actionnaire .....	53
Tableau 7 : Régressions à partir des variables binaires du type d'actionnaire .....	56
Tableau 8 : Régressions à partir de la variable <i>wedge</i> .....	59

## Chapitre 2 L'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette : une étude internationale

Tableau 1 : répartition de l'échantillon .....	77
Tableau 2 : Statistiques descriptives .....	82
Tableau 3 : Matrice de corrélation .....	87
Tableau 4 : Gestion des résultats et dette à long terme .....	89
Tableau 5 : Dette à long terme, gestion des résultats, et environnement institutionnel .....	92
Tableau 6 : Test de causalité de Granger expliquant la gestion des résultats .....	95
Tableau 7 : Test de causalité de Granger expliquant la maturité de la dette .....	97

## Chapitre 3 L'impact du choix des auditeurs sur la maturité de la dette : le cas de la France

Tableau 1 : Répartition des sociétés selon le type de collège de commissaires aux comptes .....	112
Tableau 2 : Statistiques descriptives sur la période 2005-2014 (N = 2100).....	113
Tableau 3 : Corrélations entre les variables (N = 2100) .....	116
Tableau 4 : Régressions à partir du type de collège de commissaires aux comptes.....	117
Tableau 5 : Régressions à partir de l'échantillon d'appariement par score de propension .....	121



# Chapitre introductif

Depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) sur la structure financière, plusieurs travaux se sont intéressés à l'endettement de la firme. Lorsque la firme s'endette, l'échéance du remboursement de la dette qui peut être à court terme ou à long terme exprime sa maturité.

Dans un contexte d'asymétrie informationnelle, le choix de la maturité de la dette peut avoir un effet important sur la valeur et le risque. Par exemple, la dette à court terme peut avoir comme conséquence un risque de refinancement. Elle peut également avoir comme conséquence un risque de liquidité au travers des échéances fréquentes. De même, lorsque la firme s'endette à long terme, elle peut sacrifier les profits issus des investissements au détriment des créanciers (Guedes et Opler, 1996). Par exemple, en prenant des risques inutiles de mauvaise gestion des ressources. Par conséquent, la structure de maturité de la dette doit être optimale. Dès lors, au-delà de l'endettement de la firme, plusieurs travaux théoriques et empiriques menés pour la grande majorité aux États-Unis se sont intéressés à comprendre comment s'effectue le choix de la maturité de la dette.

Cette thèse vise ainsi à contribuer à la recherche sur les déterminants de la maturité de la dette. Notre recherche, organisée sous la forme de trois essais, portera sur des aspects encore peu étudiés dans la littérature : la structure de l'actionnariat, la qualité de l'information financière et la qualité d'audit.

Au sein de ce chapitre introductif, nous aborderons l'approche théorique et les questions de recherche (1). Ensuite, nous présenterons les trois essais qui constituent ce manuscrit (2). Enfin, nous aborderons une revue de la littérature sur les déterminants de la maturité de la dette (3).

## **1. L'approche théorique et les questions de recherche**

Notre recherche, portant sur les déterminants de la maturité de la dette, s'inscrit dans l'hypothèse des coûts d'agence. Cette hypothèse met en évidence que les relations d'agence influencent la maturité de la dette (Myers (1977) ; Datta et *al.* (2005)). Dès lors, nous explorons l'effet de la réduction des coûts d'agence au travers de la structure de l'actionnariat, la qualité de l'information financière, et la qualité d'audit sur la maturité de la dette.

### **1.1. La théorie de l'agence**

Pour Jensen et Meckling (1976) une relation d'agence est « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le(s) principal (aux)) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de pouvoir en termes de prise de décision à l'agent ». Dans ce modèle principal-agent, les auteurs avancent qu'une telle relation peut être à l'origine de plusieurs conflits. Jensen et Meckling mettent en évidence les éléments essentiels constitutifs de ces conflits : la divergence d'intérêt des acteurs, l'asymétrie d'information et l'opportunisme de l'agent.

Par exemple, dans le cas d'une firme managériale, l'objectif de l'actionnaire (le principal) est la maximisation de la valeur. Celui du dirigeant (l'agent) peut être différent et le conduire à rechercher un accroissement de sa richesse, de son pouvoir, ou encore la sécurité de son emploi au détriment de l'actionnaire. Un autre exemple de conflit d'agence mis en évidence par Jensen et Meckling est celui entre actionnaires et créanciers. Les créanciers étant alors les principaux et les actionnaires les agents. L'intérêt des créanciers est le remboursement de la dette tandis que les actionnaires recherchent la maximisation de la valeur. De ces divergences d'intérêts peut naître le risque de substitution d'actif, ou encore le risque de sous-investissement (Myers, 1977). Le risque de substitution d'actif se traduit par la possibilité qu'ont les dirigeants et les actionnaires de changer le choix d'investissement initial une fois le financement obtenu, par des projets plus risqués mais susceptibles d'accroître la valeur. Puisque le taux fixé dans le contrat de prêt reflète le risque du moment, cette substitution d'actif entraîne un coût de la dette qui ne reflète pas le risque réel. Dès lors, le risque additionnel est supporté par les créanciers. Concernant le problème de sous-investissement, lorsque la firme présente un niveau élevé d'endettement, les dirigeants peuvent choisir de ne

pas investir dans des projets à valeur actuelle nette positives car la valeur créée est susceptible de revenir intégralement aux créanciers.

Les conflits d'intérêts potentiels entre principal et agent vont alors engendrer des coûts d'agence. Jensen et Meckling (1976) distinguent trois types de coûts d'agence. Des coûts de surveillance, consentis par le principal pour vérifier l'adéquation de la gestion de l'agent et l'intérêt du principal. Des coûts de dédouanements, engagés par l'agent dans le but de rassurer l'actionnaire sur la qualité de sa gestion. Des coûts résiduels qui représentent la perte résiduelle issue de la relation d'agence. Ainsi, les problèmes d'agence entre actionnaires et créanciers vont engendrer des coûts de surveillance tels que les clauses restrictives dans les contrats de dette.

À partir de ces considérations, les firmes de type managérial doivent instaurer des mécanismes disciplinaires permettant de réduire les conflits d'agence. Les mécanismes susceptibles de réduire les conflits d'agence sont multiples. On distingue les mécanismes disciplinaires internes des mécanismes disciplinaires externes. Par exemple, comme mécanismes internes, on peut citer le droit de vote des actionnaires, le conseil d'administration, ou encore l'intéressement des dirigeants. Les mécanismes externes peuvent être représentés par les marchés financiers ou le marché du travail des dirigeants. Nous nous focalisons dans notre travail de recherche sur les mécanismes tels que la dette, la structure de l'actionnariat, la qualité de l'information financière et la qualité d'audit.

### **1.2. La dette**

La dette est reconnue dans la littérature comme un mécanisme qui permet de réduire les conflits d'agence (Grossman et Hart (1982), Jensen (1986), Stulz (1990), Hart et Moore (1995)). La théorie du flux de trésorerie disponible (Jensen, 1986) met en avant le rôle disciplinaire de l'endettement pour diminuer la marge de manœuvre des dirigeants. En effet, la discrétion dont bénéficient les dirigeants dans l'utilisation de la trésorerie disponible peut entraîner des conflits d'intérêts. Par exemple, les dirigeants peuvent être amenés à investir dans des projets pour leurs intérêts personnels au détriment des actionnaires. Par conséquent, les dirigeants qui ont à leur disposition une trésorerie abondante ont une incitation forte à surinvestir (Stulz, 1990). Dès lors, la limitation de la trésorerie disponible permet d'éviter le



laxisme et le gaspillage. Un autre effet de la dette est la menace de faillite (Grossman et Hart, 1982). En effet, un niveau d'endettement élevé augmente le risque de faillite. Dès lors, la menace du risque de faillite au travers d'un endettement élevé met les dirigeants sous pression et les oblige à gérer la firme de manière profitable.

Il existe deux types de dette : la dette bancaire et la dette obligataire. La banque se distingue du marché obligataire par son accès privilégié aux informations et un contrôle plus renforcé de la firme. Par exemple, les informations recueillies par la banque lors d'une précédente opération de prêt peuvent être réutilisées pour évaluer les nouvelles demandes de crédit de l'emprunteur (Chan et *al.*, 1986). Aussi, les relations contractuelles avec un grand nombre d'emprunteurs permettent à la banque de recouper les informations entre elles et d'en tirer des enseignements pour l'évaluation des nouveaux clients (Guigou et Vilanova, 1999). Les banques sont également compétentes au travers de leurs différents services pour analyser les comptes de l'entreprise afin d'estimer la capacité de remboursement. Une fois le prêt accordé, l'analyse des comptes de l'entreprise va permettre de surveiller l'évolution de la situation financière. Par opposition à la dette bancaire, une émission d'obligation est considérée comme un moyen de se financer sans craindre un contrôle strict des souscripteurs (Nekhili, 1999). Cependant, les agences de notation qui notent une large majorité d'émissions d'emprunts obligataires contribuent à discipliner la gestion des dirigeants.

Si la dette permet de réduire les conflits d'agence, c'est notamment au travers de sa maturité qu'elle exerce considérablement ce rôle. En effet, la dette à court terme est un moyen très efficace pour discipliner les dirigeants (Stulz, 1990). Le renouvellement fréquent de la dette à court terme va permettre aux créanciers et aux actionnaires de contrôler avec un minimum d'effort la gestion des dirigeants (Rajan et Winton (1995). Pour les créanciers, le renouvellement fréquent va permettre de s'assurer de la capacité du débiteur à faire face aux échéances. Pour les actionnaires, un moyen de surveiller régulièrement la gestion du dirigeant. Les échéances fréquentes de la dette à court terme vont également contraindre le dirigeant à avoir une gestion qui permet de dégager régulièrement de la trésorerie. En outre, Myers (1977) souligne que la dette à court terme permet de réduire les problèmes de sous-investissement. Par conséquent, l'incitation des dirigeants à dévier de la maximisation de la valeur sera éliminée par la dette à court terme.

### 1.3. La structure de l'actionnariat

La structure de l'actionnariat peut conduire à réduire les conflits d'agence par la présence d'un actionnaire de contrôle qui serait susceptible de discipliner les dirigeants (Demsetz et Lehn 1985 ; Shleifer et Vishny 1986). Lorsque l'actionnariat est diffus, l'importance des coûts de surveillance n'incite pas les actionnaires à contrôler la gestion des dirigeants. En revanche, la concentration du capital entre un petit nombre d'actionnaires permet un meilleur contrôle des dirigeants (Beneish, 1997). En effet, un actionnaire important est incité à s'informer et à contrôler car les gains de ce contrôle sont suffisamment importants pour couvrir les coûts de surveillance. En outre, la théorie de la présence de plusieurs gros actionnaires suggère que la présence d'au moins deux gros actionnaires joue également un rôle de surveillance (Maury et Pajuste 2005 ; Laeven et Levine 2008). Elle peut limiter le conflit d'agence de type I (principal-agent) car les autres gros actionnaires seront autant incités à surveiller les dirigeants que l'actionnaire principal. Elle peut aussi réduire le conflit d'agence de type II (principal-principal) en limitant le risque d'expropriation que peut avoir l'actionnaire principal au travers d'une surveillance de la part des autres gros actionnaires.

Le type d'actionnaire et son niveau de participation dans le capital peuvent également discipliner les dirigeants car le contrôle exercé par l'actionnaire peut diverger suivant sa nature. En effet, au-delà de la maximisation de la valeur, les objectifs de l'actionnariat dirigeant, familial, ou financier ne sont pas nécessairement les mêmes. Par exemple, l'actionnariat dirigeant permet d'aligner l'intérêt des dirigeants sur ceux des actionnaires et conduire ainsi à réduire les conflits d'agence de type I entre ces acteurs (Jensen et Meckling 1976). Ainsi, plus les dirigeants détiennent de participation dans le capital, moins ils s'éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur. L'actionnariat familial, est souvent motivé par la transmission de l'entreprise. Aussi, la richesse de la famille est étroitement liée à la firme (Anderson et Reeb 2003). Dès lors, la surveillance des dirigeants dans les firmes familiales est importante. À la différence de l'actionnariat familial, l'influence de l'actionnariat financier ou institutionnel dans la surveillance des dirigeants peut être liée à l'horizon d'investissement. En effet, si le rôle des investisseurs financiers dans le contrôle des dirigeants semble important pour Bushee (1998) qui observe que la présence d'actionnaires financiers limite les décisions opportunistes des dirigeants, il est à noter que Bushee (1998)

suggèrent également que l'influence des investisseurs financiers est moins importante lorsqu'ils sont des investisseurs de court terme.

Par ailleurs, si la présence d'un ou de plusieurs gros actionnaires favorise la surveillance, cette présence peut également entraîner une expropriation de la firme au détriment des actionnaires minoritaires. De même, un actionnariat familial ou dirigeant important peut conduire à une expropriation ou encore à un enracinement de la famille ou du dirigeant. En outre, au-delà de la nature de l'actionnaire qui permet une surveillance des dirigeants, il est à noter que le niveau de participation dans le capital reste l'élément essentiel pour influencer la gestion des dirigeants.

#### **1.4. L'information financière et le rôle de l'auditeur légal**

Pour Jensen et Meckling (1976), l'asymétrie d'information est un élément déterminant des conflits d'agence. Lorsqu'une asymétrie d'information est associée à des intérêts divergents entre principal et agent, le comportement a priori opportuniste de l'agent peut conduire à des conflits d'agence.

L'information financière est établie par les dirigeants qui sont au cœur de la gestion de l'entreprise. Elle a pour objet de fournir des éléments d'informations quantitatifs sur la situation économique de l'entreprise aux diverses parties prenantes à savoir les actionnaires, les créanciers, les salariés et l'État. Cependant, le comportement présumé opportuniste du dirigeant peut l'amener à manipuler l'information pour son intérêt personnel. La théorie positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman, 1978 et 1986) avance comme motivations pour les dirigeants à manipuler l'information comptable les raisons telles que la minimisation des coûts politiques tels que la fiscalité, la minimisation des coûts de financement notamment en cas de renégociation d'emprunt, et la maximisation de la richesse personnelle du dirigeant lorsque sa rémunération est indexée sur des indicateurs de performance.

Dès lors, une information financière de mauvaise qualité accroît les conflits d'agence entre les dirigeants et les parties prenantes. Par conséquent, la transparence dans l'information financière réduit sensiblement les coûts d'agence entre les parties prenantes. Ainsi, une

information financière de bonne qualité est un moyen de réduire l'asymétrie d'information en améliorant les contrats et la surveillance (Healy et Palepu, 2001).

Dans la théorie de l'agence, l'auditeur externe et indépendant apparaît comme un agent mandaté par les actionnaires pour contrôler et certifier les informations comptables et financières que produisent les dirigeants. Dès lors, si la manipulation de l'information financière accroît l'asymétrie d'information, et donc, les coûts d'agence, l'audit de qualité réduit l'asymétrie d'information qui existe entre la firme et les partenaires de l'entreprise en permettant à des tiers de vérifier la validité des états financiers (Becker et *al.* 1998). De Angelo (1981) définit la qualité d'un audit comme « la probabilité conjointe évaluée par le marché qu'un auditeur donné découvre une infraction dans le système comptable du client et rende compte de cette infraction ». Ainsi, l'auditeur légal serait le gardien de la confiance quant à la qualité de l'information financière auprès des parties prenantes (Shapiro, 1987).

### **1.5. Les questions de recherche**

L'objet de cette thèse porte sur les déterminants de la maturité de la dette. La littérature sur cette question met en avant plusieurs raisons pour expliquer le choix de la maturité de la dette des firmes. Nous avons pu voir dans ce chapitre introductif que les coûts d'agence influencent la maturité de la dette. En effet, la dette à court terme étant un mécanisme disciplinaire, en présence de conflits d'agence, la dette à court terme peut être utilisée afin de réduire les coûts d'agence résultant des conflits.

Nous avons pu voir également dans ce chapitre que la structure de l'actionnariat, la qualité de l'information financière et la qualité d'audit sont des moyens de réduire les coûts d'agence. Dès lors, nous explorons comment les firmes utilisent la dette à court terme comme mécanisme de contrôle, face aux autres mécanismes de réduction des coûts d'agence tels que la structure de l'actionnariat, la qualité de l'information financière et la qualité d'audit. Ainsi, au travers de cette thèse, nous abordons trois questions de recherche autour du choix de la maturité de la dette qui sont les suivantes :

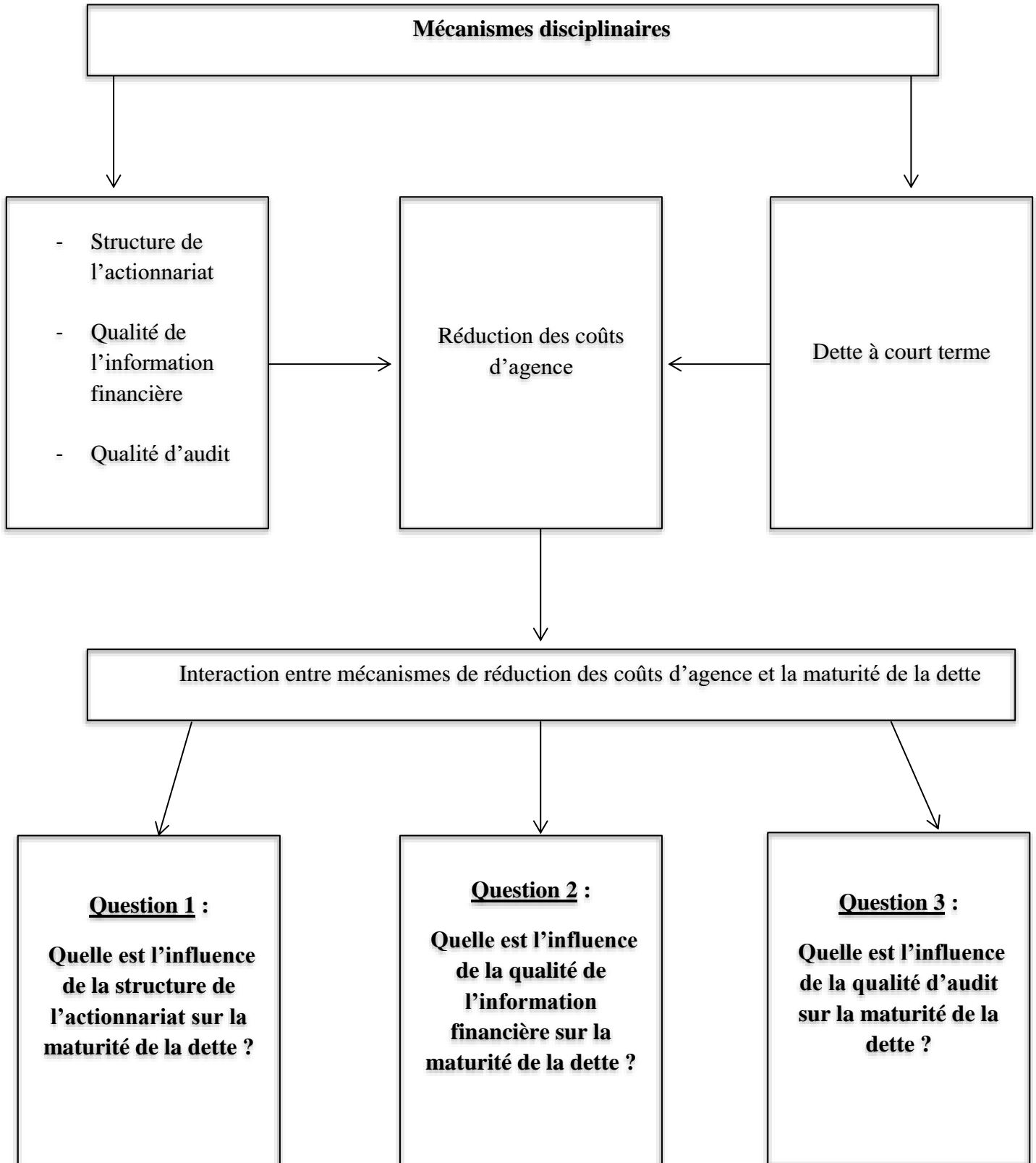
Quelle est l'influence de la structure de l'actionnariat sur la maturité de la dette ?

Quelle est l'influence de la qualité de l'information financière sur la maturité de la dette ?

Quelle est l'influence de la qualité d'audit sur la maturité de la dette ?

La figure 1 suivante représente schématiquement les trois questions de recherche qui constituent ce travail doctoral.

**Schéma n°1 : les questions de recherche**



## 2. Présentation des travaux de recherche

Cette thèse s'articule donc en trois essais organisés sous la forme de trois chapitres. Le premier chapitre aborde le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette. Nous nous focalisons sur le contexte français dans lequel cette question n'a pas été explorée. Or, l'actionnariat des sociétés françaises diverge par sa concentration et par la présence importante des familles. Nous montrons alors que la concentration de l'actionnariat et la nature de l'actionnaire sont liés au choix de la maturité de la dette. Plus précisément, nous mettons en évidence une relation non linéaire en forme de U inversé pour la concentration de l'actionnariat, mais aussi pour l'actionnariat dirigeant et familial. Nos résultats mettent en évidence que la maturité de la dette augmente dans un premier temps jusqu'au seuil de 56 % des droits de vote pour la concentration de l'actionnariat, 15 % pour l'actionnariat dirigeant, et 44 % pour l'actionnariat familial, puis diminue dans un second temps au-delà de ces seuils. Par ailleurs, le deuxième actionnaire est également associé en forme de U inversé avec la maturité de la dette. Le point d'inflexion est proche de 17 % des droits de votes. Concernant l'actionnariat financier, nos résultats font apparaître un lien positif et linéaire avec la maturité de la dette.

Si la littérature suggère un effet d'alignement des intérêts suivant la structure de l'actionnariat, il est à noter qu'elle avance également un effet possible d'enracinement du dirigeant et de l'actionnaire. La relation en forme de U inversée que nous observons traduirait d'une part, un effet de substitution du contrôle de la dette à court terme par l'alignement des intérêts, et d'autre part, un effet de renforcement du contrôle par la dette à court terme afin de faciliter la surveillance. Par conséquent, nos résultats suggèrent que le contrôle par la dette à court terme peut, dans une certaine mesure, se substituer aux mécanismes traditionnels de gouvernance.

Ainsi, ce premier chapitre contribue à étendre l'ensemble de la littérature traitant du lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette en prenant en compte la particularité de l'actionnariat français qui est plus concentré et plus familial.

Le second chapitre s'intéresse au lien entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette. Plus précisément, il s'intéresse à l'effet de la gestion des résultats sur la maturité

de la dette. En outre, le système juridique de droit commun offre une meilleure protection aux créanciers par rapport au système juridique de droit civil (La Porta et *al.* 1998). On peut penser que cette protection des créanciers peut avoir un effet de substitution sur la dette à court terme comme moyen de contrôle des prêteurs lorsque la qualité de l'information comptable est faible.

À partir d'un échantillon de sociétés provenant de 17 pays européens, nous montrons que la gestion des résultats, aussi bien par les *accruals* discrétionnaires que par la gestion réelle, a un effet négatif sur la dette à long terme dans la structure de dette des firmes. Ce résultat suggère qu'une bonne qualité d'information financière, par la réduction de l'asymétrie d'information, contribue à obtenir des bonnes conditions d'emprunt telles que des maturités de dette longue. Nos résultats montrent également que le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil. La Porta et *al.* (1998) suggèrent que les pays de droit commun ont une meilleure protection des créanciers par rapport aux pays de droit civil. Par conséquent, ce résultat suggère que la bonne protection des créanciers tend à compenser la faiblesse de la qualité de l'information financière des emprunteurs. En effet, la forte protection du créancier rassure le prêteur quant au recouvrement de sa créance. Ainsi, une forte protection des créanciers tend à se substituer à la dette à court terme comme moyen de contrôle lorsque la qualité de l'information financière est faible.

La contribution de ce deuxième chapitre à la littérature est double. Premièrement, notre étude prolonge les études antérieures en montrant que la gestion réelle des résultats a également un effet négatif sur la maturité de la dette. Nos résultats suggèrent que les créanciers sont capables de détecter les pratiques de gestion réelle des résultats et de pénaliser les sociétés qui s'y adonnent. Deuxièmement, notre étude met en exergue que le lien négatif entre la gestion des résultats et la maturité de la dette ne tient que dans les pays de droit civil où la protection des créanciers est plus faible par rapport aux pays de droit commun. Par ailleurs, contrairement aux études antérieures notre recherche analyse l'effet de la qualité de l'information comptable sur la maturité de la dette en utilisant un échantillon international.

Enfin, le troisième chapitre traite de l'impact de la réputation de l'auditeur sur la maturité de la dette. Notre étude se focalise alors sur le contexte français du co-commissariat aux comptes et montre que la présence des auditeurs du Big 4 dans le collège de commissaires aux comptes



est associée positivement à la dette à long terme. Plus précisément, les résultats font ressortir tout d'abord un lien négatif entre l'absence d'auditeur du Big 4 et la maturité de la dette. Ensuite, nous obtenons un lien positif en présence d'un collègue de co-commissaire aux comptes composé de deux auditeurs du Big 4. Enfin, nous n'obtenons pas de résultats significatifs lorsqu'il s'agit d'un collègue composé d'un auditeur du Big 4 et d'un auditeur non Big 4. Ces résultats suggèrent que la réputation de l'auditeur rassure les prêteurs quant à la fiabilité de l'information fournie par la firme. La contribution de ce chapitre à la littérature se trouve dans le contexte de l'étude. En effet, nous montrons que la présence des auditeurs du Big 4 dans un contexte de co-commissariat aux comptes est associée positivement à la maturité de la dette.

### 3. Les déterminants de la maturité de la dette : théorie et évidence

Nous abordons dans ce point les réflexions théoriques et les résultats empiriques portant sur les déterminants de la maturité de la dette. La littérature met en avant plusieurs hypothèses pour expliquer la structure de maturité de la dette des firmes : les coûts d'agence, l'asymétrie d'information et la fiscalité.

#### 3.1. Les théories de la maturité de la dette

##### 3.1.1. L'hypothèse des coûts d'agence

L'hypothèse des coûts d'agence comme déterminants de la maturité de la dette suggère que les coûts d'agence issus des conflits entre actionnaires et créanciers d'une part, et entre actionnaires et dirigeants d'autre part, influencent la maturité de la dette.

- *Opportunité de croissance*

Pour Myers (1977), les opportunités d'investissement des entreprises sont comme des options. Les entreprises peuvent donc décider de saisir une opportunité d'investissement ou d'y renoncer. Si les investissements sont à financer par de la dette risquée, les dirigeants qui agissent dans l'intérêt des actionnaires peuvent refuser de saisir ces opportunités malgré que ces projets soient à valeur actuelle nette positive afin de réduire la forte probabilité de défaut lié à la dette risquée. Myers (1977) suggère que cette incitation à sous-investir peut être contrôlée par la dette à court terme dont l'échéance arrive avant l'exercice de l'option d'investissement. En effet, la dette à court terme offre une possibilité de renouvellement plus fréquent permettant ainsi de contrôler les décisions d'investissement. Dès lors, l'incitation de l'entreprise à dévier de la maximisation de la valeur sera éliminée. Par conséquent, les firmes qui disposent d'opportunités de croissance ont moins de dette à long terme dans leur structure de capital.

- *Structure de maturité de l'actif*

Ce principe suggère que la structure de maturité de l'actif correspond à la structure de maturité du passif. Pour Myers (1977), les coûts d'agence entre actionnaires et créanciers peuvent être réduits en faisant correspondre la maturité de l'actif à celle du passif. Morris (1976) montre que les firmes devraient faire correspondre la maturité de leurs passifs à la

durée d'utilisation des actifs afin de s'assurer que les flux de trésorerie générés par les actifs seront suffisants pour faire face aux échéances de la dette. Myers interprète le *matching principal* comme une manière de planifier le remboursement de la dette en fonction de la baisse future de la valeur de l'actif.

- *Taille de la firme*

Titman et Wessels (1988) suggèrent que les firmes de petites tailles ont tendance à être financées par la dette à court terme car elles ne peuvent pas faire face à des coûts d'émission élevés lorsqu'il s'agit d'émettre de la dette à long terme ou des capitaux propres. Dans la même veine, Barclay et Smith (1995) avancent que les coûts d'émission de la dette à long terme ont une grande composante de coûts fixes. Par conséquent, cette composante prépondérante de coûts fixes favorise des économies d'échelle importantes. Or, du fait de leur petite taille, ces firmes sont moins susceptibles de bénéficier de cette économie d'échelle. Dès lors, les firmes de petites tailles optent pour la dette bancaire qui présente des faibles coûts fixes, et par conséquent des faibles coûts totaux.

### 3.1.2. *L'hypothèse de l'asymétrie d'information et le risque*

Plusieurs auteurs suggèrent que l'asymétrie d'information influence la maturité de la dette. L'influence de l'asymétrie d'information sur la maturité de la dette se retrouve au travers de l'hypothèse du signal, de la qualité de crédit, du niveau d'endettement et du risque.

- *L'hypothèse du signal*

Flannery et al. (1986) montrent dans un modèle qu'en présence d'asymétrie d'information entre la firme et les prêteurs, les firmes de bonnes qualités peuvent signaler au marché les informations internes sur leurs qualités par l'émission de dette à maturité courte. En effet, la dette à court terme est coûteuse et nécessite un renouvellement fréquent. Par conséquent, les firmes de faibles qualités vont préférer des maturités de dettes plus longues.

- *La qualité de crédit*

Le modèle de Diamond (1991) prédit une relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette. Il distingue les firmes qui ont une qualité de crédit élevée, moyenne, et faible. Suivant l'hypothèse du signal, Diamond soutient que les firmes préfèrent la dette à court terme en présence d'information privée favorable sur la performance future. Cependant,

la dette à court terme expose les firmes à un important risque de liquidité. Ce risque de liquidité étant négligeable pour les firmes de bonne qualité de crédit, les firmes qui ont une qualité de crédit élevée préfèrent la dette à court terme. En revanche, le risque de liquidité lié à la dette à court terme est significatif pour les firmes qui ont une qualité de crédit moyenne. Par conséquent, les firmes qui ont une qualité de crédit moyenne préfèrent la dette à long terme afin d'éviter le risque de liquidité. Quant aux firmes qui ont une qualité de crédit faible, elles sont contraintes à s'endetter à court terme à cause de l'important coût de l'asymétrie d'information.

- *Le niveau d'endettement*

Le modèle de Diamond (1991) prédit que les firmes qui ont un niveau d'endettement élevé préfèrent s'endetter à long terme afin d'éviter le risque de liquidité lié au remboursement régulier de la dette à court terme. Cependant, Stohs et Mauer (1996) suggèrent que la relation positive entre le niveau d'endettement et la dette à long terme peut être en partie mécanique car une large proportion de dette à long terme dans la structure de capital de la firme produit inévitablement une valeur en moyenne élevée de maturité de la dette.

- *Le risque de la firme*

Kane et *al.* (1985) et Sarkar (1999) montrent que la maturité de la dette s'accroît lorsque la volatilité de la valeur de la firme baisse. Une faible volatilité de la valeur incite les dirigeants à moins restructurer le capital de la firme afin d'éviter un risque potentiel de faillite. Par conséquent, les firmes qui ont une faible volatilité de la valeur préfèrent s'endetter à long terme par rapport à la dette à court terme. Dans l'idée de l'influence du risque sur la maturité de la dette, Johnson (2003) suggère qu'en présence d'une forte volatilité de trésorerie, la probabilité de faire face aux échéances de la dette diminue. Par conséquent, ces firmes pourraient préférer la dette à long terme.

### 3.1.3. *L'hypothèse de la fiscalité*

Brick et Ravid (1985) analysent l'influence de la fiscalité sur le choix de la maturité de la dette. Dans leur modèle, les auteurs montrent que lorsque la structure des taux d'intérêt est ascendante, les firmes choisissent la dette à long terme car elle accroît la valeur de marché présente de la firme grâce à la réduction d'impôt futur. Réciproquement, si la structure des taux d'intérêt est descendante, la dette à court terme accroît la valeur de la firme. Par

conséquent, l'hypothèse de la fiscalité implique que les firmes utilisent plus de dette à long terme lorsque la structure des taux d'intérêt est ascendante. Kim et *al.* (1995) suggèrent également que les firmes devraient rallonger la maturité de la dette lorsque la pente de la structure des taux a une croissance positive. Cependant, Lewis (1990) suggère que la fiscalité n'a pas d'effet sur la maturité de la dette si le niveau optimal d'endettement et de maturité de la dette sont choisis simultanément.

### **3.2. Les résultats empiriques**

Les travaux empiriques portant sur les théories de la maturité de la dette ont été menés par des auteurs tels que Barclay et Smith (1995) ; Stohs et Mauer (1996) ; Guedes et Opler (1996) ; Scherr et Hulburt (2001) ; Berger et *al.* (2005) ; Antoniou et *al.* (2006).

À partir d'un échantillon de sociétés américaines, Barclays et Smith (1995) testent empiriquement les théories portant sur les déterminants de la maturité de la dette des firmes. Les résultats de cette étude sont conformes aux hypothèses des coûts d'agence. Conformément à l'hypothèse de Myers (1977), les firmes avec des opportunités de croissance importantes ont moins de dette à long terme dans leurs structures de capital. Les auteurs mettent également en évidence que les firmes de grande taille ont plus de dette à long terme. Ce résultat suggère que les firmes de petite taille s'endettent davantage auprès des banques qui offrent typiquement plus de dette à court terme par rapport à la dette obligataire. Concernant l'hypothèse du signal, les auteurs trouvent des résultats mitigés. Ils trouvent des résultats peu significatifs économiquement quant à l'utilisation de la dette à court terme pour signaler des informations aux marchés. Cependant, les auteurs trouvent que les firmes qui présentent une grande asymétrie d'information ont plus de dette à court terme. Conformément à l'hypothèse de Diamond (1991), les résultats de cette étude suggèrent également une relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette ; les firmes avec une forte ou une très faible qualité de crédit ont plus de dette à court terme par rapport aux autres firmes. Enfin, l'étude de Barclays et Smith (1995) ne confirme pas l'hypothèse d'un impact de la fiscalité sur la maturité de la dette.

À partir d'un échantillon de sociétés américaines également, Stohs et Mauer (1996) testent empiriquement les hypothèses des coûts d'agence, de l'asymétrie d'information, et de la

fiscalité. Les résultats de cette étude confirment modérément l'hypothèse des coûts d'agence. Si l'étude met en évidence que la taille de la firme est associée positivement à la maturité de la dette, les résultats sont plus mitigés en ce qui concerne l'hypothèse selon laquelle la dette à court terme serait utilisée afin de contrôler les conflits d'intérêts entre les créanciers et les actionnaires (Myers, 1977). En effet, l'étude ne confirme pas un lien négatif entre les opportunités de croissance et la maturité de la dette. Il est à noter que ce résultat non significatif est en contradiction avec celui obtenu par Barclays et Smith (1995) sur un échantillon de sociétés américaines. Pour Stohs et Mauer (1996), si Barclays et Smith obtiennent des résultats significatifs, c'est sans doute parce que ces derniers ne contrôlent pas le niveau d'endettement dans leurs régressions. En effet, les résultats de Stohs et Mauer (1996) mettent en évidence que les firmes qui ont des opportunités de croissance élevées présentent un faible niveau d'endettement. Par conséquent, ces firmes ont moins d'incitation à réduire la maturité de la dette afin de minimiser les conflits d'intérêts provenant des options d'opportunités de croissance. Les résultats de l'étude de Stohs et Mauer (1996) sont plus conformes aux hypothèses de l'asymétrie d'information, à savoir l'hypothèse du signal (Flannery, 1986), ainsi que l'hypothèse de Diamond (1991) sur la qualité de crédit. En effet, l'étude de Stohs et Mauer (1996) montre que les firmes qui ont des informations privées favorables ont tendance à émettre plus de dette à court terme. L'étude montre également une relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette. En revanche, les résultats sont plus modérés concernant l'hypothèse de la fiscalité selon laquelle la dette à long terme serait associée positivement à la structure des taux d'intérêt. En effet, bien que les résultats soient statistiquement significatifs, économiquement, ces résultats semblent insignifiants. Enfin, ces derniers mettent en évidence que la maturité de l'actif est un facteur important expliquant la maturité de la dette des firmes. Confirmant ainsi l'hypothèse que les firmes font correspondre la structure de maturité de l'actif à celle du passif afin de s'assurer que les flux de trésorerie générés par les actifs seront suffisants pour faire face aux échéances de la dette (Morris, 1976).

Guedes et Opler (1996) se focalisent uniquement sur l'émission de la dette obligataire aux États-Unis. Les auteurs étudient alors empiriquement les déterminants de la maturité des nouvelles émissions de dette obligataire. Cette étude met en évidence que la taille de la firme et la qualité de crédit sont des déterminants importants de la maturité de la dette. En effet, les

firmes de petite taille et celles qui présentent des qualités de crédit faible (firmes risquées), émettent rarement des dettes à court terme, et jamais de dette à très long terme. Pour les auteurs, ces résultats sont conformes à l'idée que les firmes qui présentent des risques de liquidité élevés émettent plus de dette à long terme afin d'éviter les risques de liquidation (Diamond, 1991). En revanche, l'étude ne confirme pas les hypothèses du signal et de la fiscalité. Cependant, l'étude confirme l'idée que les firmes ont tendance à contrôler les coûts d'agence en ajustant la maturité de la dette. En effet, les résultats montrent que les firmes qui ont des opportunités de croissance élevées émettent plus de dette à court terme.

Scherr et Hulburt (2001) étudient empiriquement les déterminants de la maturité de la dette des firmes de petite taille aux Etats-Unis. Malgré les différences entre les firmes de petite taille et les grandes, les auteurs trouvent des résultats qui se rapprochent des grandes entreprises. En effet, cette étude confirme que les entreprises qui ont une qualité de crédit faible ou élevée utilisent plus de dette à court terme par rapport aux firmes qui ont une qualité de crédit intermédiaire. L'étude confirme également l'hypothèse de la structure de maturité de l'actif. En effet, les firmes de petite taille ont tendance à faire correspondre la structure de maturité de l'actif à celle de la maturité de la dette. Ainsi, les firmes de petite taille qui ont des longues maturités d'actif utilisent plus de dette à long terme. Les auteurs mettent également en évidence que la maturité de la dette est influencée par le niveau d'endettement. En effet, les résultats de l'étude montrent que les firmes de petite taille qui se financent en grande partie par la dette utilisent plus de dette à long terme. En revanche, si la plupart des études avec les grandes entreprises (Barclays et Smith, 1995 ; Guedes et Opler, 1996) mettent en évidence un lien négatif entre les opportunités de croissance et la maturité de la dette, l'étude de Scherr et Hulburt (2001) ne met pas en évidence des résultats significatifs pour les opportunités de croissance. Les auteurs avancent trois raisons pour expliquer ce résultat. La première est liée aux caractéristiques de l'échantillon. En effet, l'échantillon est caractérisé par des firmes de petite taille qui ont plus de dette à court terme par rapport aux études antérieures sur les firmes de grande taille. Aussi, les auteurs avancent la possibilité qu'il n'y ait pas suffisamment de variance pour la variable d'opportunité de croissance. La deuxième raison pourrait être liée à la mesure de l'opportunité de croissance. En effet, les auteurs ne peuvent pas utiliser une mesure d'opportunité de croissance basée sur la valeur de marché du fait de la taille des entreprises. Dès lors, leur proxy ne capte probablement pas l'essentiel de

l'effet des opportunités de croissance. La troisième est liée à l'interaction entre les opportunités de croissance, le niveau d'endettement et la maturité de la dette. Les opportunités de croissance peuvent influencer aussi bien le niveau d'endettement que la maturité de l'actif. Dès lors, il pourrait être nécessaire d'utiliser un système d'équations simultanées entre l'endettement et la maturité de la dette afin de mieux capter l'influence des opportunités de croissance sur la maturité de la dette.

L'étude de Johnson (2003) confirme l'argument selon lequel les firmes avec un niveau d'endettement élevé préfèrent s'endetter à long terme afin d'éviter le risque de liquidation (Diamond, 1991). Barclay et Smith (1995) ainsi que Stohs et Mauer (1996) mettent également en évidence un lien positif entre le niveau d'endettement et la dette à long terme. Tout comme Barclay et Smith (1995) ainsi que Guedes et Opler (1996), les résultats des travaux de Johnson (2003) font ressortir également un lien négatif entre les opportunités de croissance et la maturité de la dette. Confirmant ainsi les prédictions de Myers (1977) selon laquelle les firmes qui ont des opportunités de croissance élevées s'endettent davantage à court terme afin de réduire les coûts d'agence issus des conflits entre les créanciers et la firme. Cette étude corrobore aussi l'hypothèse de Myers (1997) selon laquelle les firmes font correspondre la maturité de l'actif à celle de la dette. L'hypothèse de Diamond (1991) concernant la non linéarité entre la qualité de crédit de la firme et la maturité de la dette est mise en évidence. Johnson (2003) met également en évidence que la forte volatilité de trésorerie conduit les firmes à préférer la dette à long terme afin d'éviter le risque de défaut de remboursement. Les travaux de Johnson (2003) confirment enfin l'hypothèse du signal (Flannery, 1986) qui avance que les firmes de bonne qualité préfèrent la dette à court terme afin de signaler leur qualité interne.

Berger et *al.* (2005) testent empiriquement les modèles de Flannery (1986) et Diamond (1991) concernant l'effet de l'asymétrie d'information et le risque sur la maturité de la dette. Les auteurs utilisent un échantillon de sociétés américaines et se focalisent uniquement sur la dette bancaire. Cette étude corrobore les modèles de Flannery (1986) et Diamond (1991) et montre que les firmes qui présentent un faible risque s'endettent davantage à court terme par rapport aux autres firmes pour signaler leur qualité. Pour les firmes qui présentent un niveau de risque élevé, les résultats de Berger et *al.* (2005) montrent qu'elles s'endettent davantage à long



terme. Ce résultat s'oppose aux prédictions de Diamond (1991) et à la plupart des études empiriques qui mettent en évidence que les firmes qui présentent un risque de crédit élevé ont plus de dette à court terme. Dans le modèle de Diamond, les banques imposeraient la dette à court terme lorsque la firme est risquée. Tandis que les firmes de niveau de risque intermédiaire s'endettent davantage à long terme. Pour Berger et *al.* (2005), cette différence peut s'expliquer par leur étude qui utilise uniquement la dette bancaire par rapport à la dette obligataire. En effet, les banques sont plus capables d'utiliser d'autres moyens que la dette à court terme afin de résoudre l'asymétrie d'information liée au risque élevé de la firme. Par exemple, elles peuvent accéder plus facilement à l'information financière, elles peuvent contrôler également la gestion des dirigeants au travers de la renégociation de la dette, ou encore, par l'exigence de garanties et de clauses restrictives dans les contrats de prêt.

Antoniou et *al.* (2006) étudient les déterminants de la maturité de la dette en Europe. Leur échantillon est constitué de sociétés appartenant à trois pays majeurs en Europe que sont la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Les auteurs testent empiriquement les théories de la maturité de la dette portant sur l'asymétrie d'information et le risque, la fiscalité, et les coûts d'agence. L'hypothèse de la minimisation de la fiscalité qui prédit que la dette à long terme est optimale lorsque la structure des taux d'intérêt est ascendante est confirmée pour l'ensemble des trois pays européens. Cette étude confirme également l'importance du risque sur la maturité de la dette. En effet, elle met en évidence un effet positif du niveau d'endettement sur la maturité de la dette pour l'ensemble des pays de l'échantillon. Ce résultat confirme l'objectif des dirigeants de réduire le risque de liquidité au travers de la dette à long terme. Les résultats sont toutefois mitigés concernant l'hypothèse des coûts d'agence. L'étude ne confirme pas de lien entre les opportunités de croissance et la maturité de la dette pour l'ensemble des pays constituant l'échantillon. Pour les auteurs cela implique que les problèmes de sous-investissement ne sont pas importants. Cependant, la maturité de l'actif est associée positivement à la maturité de la dette pour les firmes françaises et allemandes. Les auteurs avancent que les résultats non significatifs concernant les opportunités de croissance et la maturité de l'actif pour les entreprises du Royaume-Uni impliquent une absence de problème de sous-investissement pour les entreprises du Royaume-Uni.

Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1999) examinent l'influence de l'environnement institutionnel et financier sur le choix de la maturité de la dette. Cette étude s'appuie sur un échantillon de 30 pays. Plusieurs résultats sont mis en exergue dans cette étude. Les firmes des pays développés ont des maturités de dette plus élevées que celles des pays en développement. Pour les auteurs, ce résultat peut s'expliquer par les différences dans les systèmes juridiques, les institutions financières, les subventions d'états et des facteurs économiques tels que l'inflation et la croissance. Cette étude montre également que les firmes appartenant aux pays qui ont un système juridique efficace ont des maturités de dettes plus longues. Ainsi, une grande proportion des firmes dans ces pays ont recours au financement externe pour leur croissance. Les auteurs trouvent également une différence limitée entre le système de droit civil et le système de droit commun dans le choix de la maturité de la dette. Ils concluent qu'il n'y a pas de différence dans la maturité de la dette entre le système de droit civil et celui de droit commun. Enfin, les auteurs montrent que les pays qui ont des marchés financiers développés ont plus de dette à long terme.

La figure 2 suivante présente un tableau récapitulatif des déterminants théoriques de la maturité de la dette et des études conduites sur le sujet.

Tableau n°1 : les déterminants de la maturité de la dette

Hypothèses théoriques		Résultats empiriques	
Déterminants	Relation	Auteurs	Relation
Opportunités de croissance Myers (1977)	Négative	Barclays et Smith (1995)	Négative
		Stohs et Mauer (1996)	Non Significative
		Guedes et Opler (1996)	Négative
		Scherr et Hulburt (2001)	Non Significative
		Johnson (2003)	Négative
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Non significative
Maturité de l'actif Myers (1977)	Positive	Stohs et Mauer (1996)	Positive
		Guedes et Opler (1996)	positive
		Scherr et Hulburt (2001)	Positive
		Johnson (2003)	Positive
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Positive / Non significative
Taille Titman et Wessels (1988)	Positive	Barclays et Smith (1995)	Positive
		Stohs et Mauer (1996)	Positive
		Guedes et Opler (1996)	Négative
		Scherr et Hulburt (2001)	Négative
		Johnson (2003)	Positive et négative
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Positive / Non significative
Signal Flannery et <i>al.</i> (1986)	Négative	Barclays et Smith (1995)	Négative
		Stohs et Mauer (1996)	Négative
		Guedes et Opler (1996)	Non significative
		Scherr et Hulburt (2001)	Non significative
		Johnson (2003)	Négative
		Berger et <i>al.</i> (2005)	Négative
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Non significative

Hypothèses théoriques		Résultats empiriques	
Déterminants	Relation	Auteurs	Relation
Qualité de crédit Diamond (1991)	Positive et négative	Barclays et Smith (1995)	Positive et négative
		Stohs et Mauer (1996)	Positive et négative
		Guedes et Opler (1996)	Négative
		Scherr et Hulburt (2001)	Positive et négative
		Johnson (2003)	Positive et négative
		Berger et <i>al.</i> (2005)	Négative
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Non significative
Endettement Diamond (1991)	positive	Stohs et Mauer (1996)	Positive
		Scherr et hulburt (2001)	Positive
		Johnson (2003)	Positive
		Antoniou et al. (2006)	Positive
Risque Kane et <i>al.</i> (1985)	négative	Barclays et Smith (1995)	Négative
		Stohs et Mauer (1996)	Négative
		Guedes et Opler (1996)	Négative
		Johnson (2003)	Négative
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Positive / Négative / Non significative
Structure des taux d'intérêt Brick et Ravid (1985)	positive	Barclays et Smith (1995)	Négative
		Stohs et Mauer (1996)	Négative
		Guedes et Opler (1996)	Non significative
		Scherr et Hulburt (2001)	Non significative
		Johnson (2003)	Négative
		Antoniou et <i>al.</i> (2006)	Négative

**Bibliographie**

- Anderson, R. C., et Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Antoniou, A., Guney, Y., et Paudyal, K. (2006). The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194.
- Barclay, M. J., Marx, L. M., et Smith Jr, C. W. (2003). The joint determination of leverage and maturity. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 149-167.
- Barclay, M. J., et Smith Jr, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., et Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance. *Journal of Accounting & Public Policy*, 16(3), 271-309.
- Berger, A. N., Espinosa-Vega, M. A., Frame, W. S., et Miller, N. H. (2005). Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 60(6), 2895-2923.
- Brick, I. E., et Ravid, S. A. (1985). On the Relevance of Debt Maturity Structure. *Journal of Finance*, 40(5), 1423-1437.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors in myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73(3), 305.
- Chan, Y., Greenbaum, S. I., et Thakor, A. V. (1986). Information Reusability, Competition and Bank Asset Quality. *Journal of Banking & Finance*, 10(2/3), 243-253.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. A. I., et Raman, K. (2005). Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 60(5), 2333-2350.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
- Demirguc-Kunt, A., et Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 295-336.

- Demsetz, H., et Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Grossman, S. J., et Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. in J. McCall, ed.: *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.
- Guedes, J., et Opler, T. (1996). The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues. *Journal of Finance*, 51(5), 1809-1833.
- Guigou, J. D., et Vilanova, L. (1999). Les vertus du financement bancaire : fondements et limites. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(2), 97-133.
- Hart, O., et Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*, 85(3), 567-585.
- Healy, P. M., et Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., et Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S. A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage. *Review of Financial Studies*, 16(1), 209-236.
- Kane, A., Marcus, A. J., et McDonald, R. L. (1985). Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 20(4), 479-499.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., et Stohs, M. H. (1995). Corporate Debt Maturity Policy and Investor Tax-Timing Options: Theory and Evidence. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 24(1), 33-45.
- Laeven, L., et Levine, R. (2008). Complex Ownership Structures and Corporate Valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.

- Leland, H. E., et Toft, K. B. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Lewis, C. M. (1990). A Multiperiod Theory of Corporate Financial Policy under Taxation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 25(1), 25-43.
- Maury, B., et Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.
- Modigliani, F., et Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261.
- Morris, J. R. (1976). A Model for Corporate Debt Maturity Decisions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 11(3), 339-357.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nekhili, M. (1999). Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(3), 179-206.
- Ozkan, A. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212.
- La Porta, R. L., Lopez, x, de, x, Silanes, F., . vishny, r. w. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Rajan, R., et Winton, A. (1995). Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. *Journal of Finance*, 50(4), 1113-1146.
- Sarkar, S. (1999). Illiquidity risk, project characteristics, and the optimal maturity of corporate debt. *Journal of Financial Research*, 22(3), 353.
- Scherr, F. C., et Hulburt, H. M. (2001). The Debt Maturity Structure of Small Firms. *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 30(1), 85.
- Shapiro, S. P. (1987). The Social Control of Impersonal Trust. *American Journal of Sociology*, 93(3), 623-658.
- Shleifer, A., et Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Stohs, M. H., et Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business*, 69(3), 279.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.

Titman, S., et Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Watts, R. L., et Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *Accounting Review*, 53(1), 112.

Watts, R. L., et Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.





# Chapitre 1

## Maturité de la dette et structure de l'actionnariat

### Résumé

L'objectif de notre recherche est d'étudier le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette. L'étude est conduite sur un échantillon de sociétés françaises de l'indice Euronext sur la période 2011-2013. Nos résultats montrent que le contrôle par la dette à court terme peut, dans une certaine mesure, se substituer aux mécanismes traditionnels de gouvernance. Tout d'abord, la concentration de l'actionnariat mesurée par les deux premiers actionnaires est associée positivement à la maturité de la dette jusqu'au seuil de détention des droits de vote proche de 56 %, puis négativement au-delà de ce seuil (relation en forme de U inversé). Ensuite, la nature de l'actionnariat, à savoir l'actionnariat familial, ainsi que l'actionnariat dirigeant, sont également associées positivement à la maturité de la dette jusqu'au seuil respectif de détention des droits de vote proche de 44 %, et 15 %, puis négativement au-delà de ces seuils. L'actionnariat financier est associé positivement à la maturité de la dette.

Article publié en 2016 dans la revue *Finance-Contrôle Stratégie* 19 (3) : <http://fcs.revues.org/1838>

Co-auteurs : Yves MARD (Professeur à l'université Clermont Auvergne)

Éric SÉVERIN (Professeur à l'université de Lille 1)

## Introduction

Les relations de pouvoir entre actionnaires et dirigeants formalisées par la théorie de l'agence dans le modèle principal-agent (Jensen et Meckling 1976) mettent en évidence les éléments essentiels constitutifs des conflits : la divergence d'intérêt des acteurs, l'asymétrie d'information et l'opportunisme de l'agent. L'objectif de l'actionnaire est la maximisation de la valeur. Celui du dirigeant peut être différent et le conduire à rechercher un accroissement de sa richesse, de son pouvoir, ou encore la sécurité de son emploi au détriment de l'actionnaire. Afin de faire converger les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, et ainsi réduire la latitude discrétionnaire du dirigeant (Charreaux 1996), la théorie de l'agence propose un ensemble de mécanismes qui jouent un rôle disciplinaire.

La dette est reconnue dans la littérature par plusieurs auteurs tels que Grossman et Hart (1982), Jensen (1986), Stulz (1990), Hart et Moore (1995), comme étant un mécanisme disciplinaire qui contribue à réduire les conflits d'agence. La dette à court terme nécessite des renouvellements plus fréquents, permettant ainsi une surveillance de la gestion des dirigeants. Rajan et Winton (1995) montrent que la dette à court terme permet aux prêteurs d'avoir une flexibilité dans le contrôle des dirigeants avec un minimum d'effort. Ce résultat se retrouve dans le travail de Stulz (2000). Si la dette à court terme permet un contrôle des dirigeants, ces derniers vont chercher à émettre de la dette à long terme afin de réduire le contrôle.

L'objectif de cet article est d'étudier dans le contexte français, le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette. Nous étudions deux caractéristiques de la structure de l'actionnariat : la concentration et la nature des actionnaires. La structure de l'actionnariat peut conduire à réduire les conflits d'agence par la présence d'un actionnaire de contrôle qui serait susceptible de discipliner les dirigeants (Demsetz et Lehn 1985 ; Shleifer et Vishny 1986). Le type d'actionnaire, et son niveau de participation dans le capital, peuvent également discipliner les dirigeants car le contrôle exercé par l'actionnaire peut diverger suivant qu'il s'agit d'un actionnariat dirigeant, familial, ou financier.

Cette question du lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette dans le contexte français nous paraît intéressante pour plusieurs raisons. D'abord, la plupart des résultats obtenus dans les études empiriques ne sont pas convergents. Par exemple, Datta et *al.* (2005) ; García-Teruel et Martínez-Solano (2010) ; Marchica (2008 ; 2011). Ce qui nous amène à penser que le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette peut être influencé par le contexte de l'étude. Ensuite, l'importance de la spécificité de l'actionnariat en France. En effet, elle est marquée par une forte concentration et une présence importante d'actionnaires familiaux. Enfin, le système institutionnel en vigueur en France offre aux actionnaires minoritaires une moins bonne protection légale que celle en vigueur dans les pays anglo-saxons (Mard et *al.* 2014). Comme les créanciers bénéficient d'une meilleure garantie dans un système *Common Law* que dans un système *Civil Law*, on devrait observer une utilisation plus fréquente de dette à long terme dans les pays anglo-saxons (Séverin 2009).

L'étude porte sur un échantillon de 166 sociétés des compartiments A, B, et C, d'Euronext et du marché libre sur la période 2011 à 2013. Nous avons étudié la concentration de l'actionnariat au travers du premier actionnaire et des deux premiers actionnaires. Pour la nature de l'actionnaire, nous avons étudié l'actionnariat dirigeant, familial, et financier.

Les résultats obtenus montrent que la concentration de l'actionnariat ainsi que la nature de l'actionnaire sont liées au choix de la maturité de la dette. Ils montrent une relation non linéaire en forme de U inversé pour la concentration de l'actionnariat, mais aussi pour l'actionnariat dirigeant et familial. Nos résultats mettent en évidence que la maturité de la dette augmente dans un premier temps jusqu'au seuil de 56 % des droits de vote pour la concentration de l'actionnariat, 15 % pour l'actionnariat dirigeant, et 44 % pour l'actionnariat familial, puis diminue dans un second temps au-delà de ces seuils. Par ailleurs, le deuxième actionnaire est également associé en forme de U inversé avec la maturité de la dette. Le point d'inflexion est proche de 17 % des droits de votes. Concernant l'actionnariat financier, nos résultats font apparaître un lien positif et linéaire avec la maturité de la dette.

Cette recherche contribue à approfondir l'étude du lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette en trois points. Premièrement, elle met en évidence le rôle du deuxième actionnaire qui semble influencer le choix de la maturité de la dette. Deuxièmement, les

résultats mettent en évidence un lien en forme de U inversé entre l'actionnariat familial et la maturité de la dette. À notre connaissance, cette relation n'apparaît dans aucune autre étude. Troisièmement, nous apportons des éléments de réponses quant à l'utilisation de la dette à court terme comme mécanisme disciplinaire complémentaire aux autres mécanismes traditionnels de gouvernance tels que la structure de l'actionnariat.

L'article est structuré en trois parties. La première partie développe la revue de littérature et les hypothèses de recherche sur le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette. La seconde partie expose la méthodologie et les données. Dans une troisième partie nous présenterons nos résultats. Enfin, nous concluons.

### **1. Revue de littérature et hypothèses**

Nous présentons les fondements théoriques et la revue de littérature sur le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette. Les hypothèses de recherche seront issues de l'analyse du cadre théorique et de la revue de littérature. Nous développons d'abord les travaux relatifs au lien entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette, puis ceux portant sur la relation entre la nature de l'actionnariat et la maturité de la dette.

#### **1.1. Concentration de l'actionnariat et maturité de la dette**

La présence d'un actionnaire de contrôle agit comme un mécanisme de gouvernance susceptible de discipliner les dirigeants (Demsetz et Lehn 1985 ; Shleifer et Vishny 1986). Pour Beneish (1997), la concentration du capital entre un petit nombre d'actionnaires permet un meilleur contrôle des dirigeants. Toutefois, la concentration de l'actionnariat peut conduire l'actionnaire de contrôle à s'approprier une partie des richesses dégagées par l'entreprise au détriment des actionnaires minoritaires (Fama et Jensen 1983).

Au-delà de la présence d'un actionnaire de contrôle, la théorie de la présence de plusieurs gros actionnaires suggère que la présence d'au moins deux gros actionnaires joue également un rôle de surveillance (Maury et Pajuste 2005 ; Laeven et Levine 2008). Elle peut limiter le conflit d'agence de type I (principal-agent) car les autres gros actionnaires seront autant incités à surveiller les dirigeants que l'actionnaire principal. Elle peut aussi réduire le conflit d'agence de type II (principal-principal) en limitant le risque d'expropriation que peut avoir l'actionnaire

principal au travers d'une surveillance de la part des autres gros actionnaires. Cependant, la présence de plusieurs gros actionnaires peut conduire à la formation d'une coalition entre gros actionnaires susceptible d'exproprier les minoritaires.

D'un point de vue conceptuel, des liens importants existent entre les différents mécanismes de gouvernance (Rediker et Seth 1995). Pour certains auteurs, (Agrawal et Knoeber 1996 ; Demsetz 1983 ; Rediker et Seth 1995) les différents mécanismes de gouvernance sont substituables. Par exemple, pour Rediker et Seth (1995), la surveillance par le conseil d'administration et la surveillance mutuelle entre dirigeants ; l'actionnariat dirigeant et d'autres éléments de rémunérations incitatives, peuvent se substituer les uns aux autres. Les facteurs explicatifs de la substitution entre les mécanismes sont l'efficacité et des coûts relatifs (Misangyi et Acharya 2014). Pour Misangyi et Acharya (2014), les structures de gouvernance sont présumées être le résultat d'un processus dans lequel des compromis entre les avantages et les désavantages de coûts sont effectués pour aboutir à une organisation équilibrée de la firme.

Pour d'autres auteurs, ils opèrent comme des compléments (Aguilera et *al.* 2008 ; Tosi et *al.* 1997 ; Tosi 2008). Dans l'optique de la complémentarité, la présence mutuelle des mécanismes est considérée comme un facteur d'efficacité. Par exemple, Aguilera et *al.* (2008) suggèrent que les incitations à la performance octroyées aux dirigeants, sont plus efficaces lorsque ces incitations sont complétées par plus d'administrateurs indépendants au sein du conseil et par un contrôle efficace par le marché. Les incitations à la performance et la surveillance des dirigeants sont donc deux mécanismes de gouvernance complémentaires (Misangyi et Acharya 2014).

Ainsi, des travaux mettent en évidence d'une part, l'existence d'une substituabilité entre les mécanismes de gouvernance, et, d'autre part, une complémentarité entre les mécanismes de gouvernance. La substituabilité entre les mécanismes tend à prouver que la dette à court terme peut se substituer aux autres mécanismes de gouvernance. Alors que la complémentarité entre les mécanismes tend à prouver que la dette à court terme peut être un mécanisme complémentaire aux autres mécanismes de gouvernance.

D'un point de vue empirique, les résultats non convergents entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette peuvent s'expliquer par la spécificité de la structure de l'actionnariat de chaque étude. Les travaux de Marchica (2008) au Royaume-Uni, montrent une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et la dette à court terme. L'auteur estime que ce résultat met en évidence la préférence des blocs d'actionnaires pour une dette à maturité longue face au compromis entre sous-investissement et risque de liquidité. Arslan et Karan (2006) en Turquie trouvent une relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la dette à long terme. Pour ces derniers, les firmes avec un actionnariat concentré sont susceptibles d'obtenir d'avantage une dette à maturité longue, car cela convainc les créanciers d'une surveillance. Le contrôle par la dette à court terme n'est donc pas essentiel. Cette relation traduit un effet de substitution du contrôle de la dette à court terme par la présence d'un actionnariat concentré. Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) mettent en évidence une relation non linéaire de type concave entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Pour les auteurs, la firme utilise plus de dette à long terme lorsque les principaux actionnaires augmentent leurs participations dans le capital car ils ont suffisamment d'intérêts à contrôler les dirigeants et, il n'est donc pas nécessaire d'utiliser la dette à court terme. Cependant, à des niveaux élevés de détention, cette relation change et devient négative car à ce niveau, un effet d'expropriation apparaît et les firmes utilisent plus de dette à court terme pour signaler au marché leur intention d'atténuer les problèmes d'agence de type II. Ces résultats ne se retrouvent pas dans le contexte iranien dans les travaux de Hajiha et Akhlaghi (2011). Ben-Nasr et *al.* (2015) étudient sur un échantillon d'entreprises françaises, l'influence de plusieurs gros actionnaires sur la maturité de la dette. Les auteurs montrent que la présence de plusieurs gros actionnaires est associée à une dette à maturité courte. Pour les auteurs, ce résultat montre que la présence de ces derniers joue un rôle de surveillance.

En définitive, les travaux empiriques montrent une relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Cette relation traduit un effet de substitution du mécanisme de gouvernance qu'est la dette à court terme par d'autres mécanismes de gouvernance mise en place par la firme. Les travaux empiriques montrent également une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Cette relation traduit un effet de complémentarité entre la dette à court terme et la présence d'un actionnaire important. Par conséquent, nous formulons les deux sous hypothèses suivantes :

*H1a : il existe un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette (effet de substitution).*

*H1b : il existe un lien négatif entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette (effet de complémentarité).*

### **1.2. Nature de l'actionnariat et maturité de la dette**

#### *1.2.1. L'actionnariat des dirigeants*

L'actionnariat dirigeant permet d'aligner l'intérêt des dirigeants sur ceux des actionnaires et conduire ainsi à réduire les conflits d'agence de type I entre ces acteurs (Jensen et Meckling 1976). Selon cette théorie, plus les dirigeants détiennent de participation dans le capital, moins ils s'éloignent de l'objectif de maximisation de la valeur. Toutefois, lorsque l'actionnariat dirigeant devient important, cela peut amener le dirigeant à s'attribuer des bénéfices privés ou encore à adopter une stratégie d'enracinement visant à conserver le pouvoir au sein de la firme (Mork et *al.* 1988). Selon la théorie de l'enracinement, les dirigeants actionnaires ont les moyens d'échapper au contrôle. Par exemple, Berger et *al.* (1997) montrent que les dirigeants les plus enracinés préfèrent les financements en fonds propres par rapport à la dette afin d'éviter le contrôle. Dans la même lignée, Benmelech (2006) montre que les dirigeants les plus enracinés se financent avec de la dette à long terme. Pour Mork et *al.* (1988) l'actionnariat des dirigeants permet d'aligner les intérêts jusqu'à un certain point. Au-delà de ce point, les dirigeants finissent par poursuivre leurs propres intérêts.

Sur le plan empirique, Datta et *al.* (2005) ont étudié l'influence de l'actionnariat dirigeant sur la structure de maturité de la dette. L'étude porte sur un échantillon d'entreprises industrielles américaines, et montre qu'il existe une relation négative entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Pour les auteurs, l'alignement des intérêts incite les dirigeants à choisir une maturité de la dette qui facilite plus de surveillance.

Ce résultat de l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires qui les amène à avoir un choix de maturité de dette plus court, se retrouve dans les travaux de Guney et Ozkan (2005) sur un échantillon d'entreprises du Royaume-Uni. En revanche, Hajiha et Akhlaghi (2011) travaillant sur un échantillon d'entreprises iraniennes, trouvent une relation positive



entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Marchica (2008) travaillant sur un échantillon d'entreprises du Royaume-Uni, trouve une relation non linéaire de type concave (positive puis négative) entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Pour Marchica (2008), les dirigeants ont tendance à allonger la maturité de la dette avec l'augmentation de leur détention dans le capital. Cependant, un niveau élevé d'actionnariat dirigeant peut conduire à un effet d'enracinement du dirigeant qui peut exproprier les autres actionnaires. Ainsi, dans le but de réduire une répercussion négative comme une faible évaluation des actions par les marchés, les dirigeants détenant une part importante du capital utilisent plus de dette à court terme comme signal de non expropriation des autres actionnaires. Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) travaillant sur un échantillon de soixante-sept entreprises espagnoles, trouvent également une relation non linéaire de type concave entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Pour ces derniers, cela soutient l'idée qu'à un niveau faible d'actionnariat dirigeant, ceux-ci préfèrent allonger la maturité de la dette afin d'éviter le risque de liquidité lié à la dette à court terme. En définitive, les résultats des travaux empiriques sur le lien entre l'actionnariat dirigeant et la maturité de la dette ne fait pas l'objet d'un consensus. Certains trouvent une relation négative avec la dette à long terme, quand d'autres mettent en évidence une relation positive, ou encore non linéaire de type concave.

Dans le contexte français, marqué par une faible protection des actionnaires minoritaires (Mard *et al.* 2014), le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires par l'enracinement des dirigeants paraît plus élevé. On devrait donc s'attendre à une relation positive entre l'actionnariat dirigeant et la maturité de la dette (alignement des intérêts jusqu'à un certain niveau), puis à une relation négative pour un niveau élevé, qui traduirait un contrôle complémentaire car le risque d'enracinement du dirigeant deviendrait important.

Lorsque la part de capital détenue par le dirigeant augmente, la firme aura moins besoin d'utiliser la dette à court terme comme mécanisme de gouvernance du fait de l'alignement des intérêts (effet de substitution). Cette relation positive existera jusqu'à un certain seuil, et au-delà, la maturité de la dette diminuera car la firme utilisera plus de dette à court terme pour limiter l'enracinement du dirigeant. Cela nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

*H2a : il existe un lien positif entre actionnariat dirigeant et la maturité de la dette jusqu'à un certain seuil.*

*H2b : au-delà d'un certain seuil, il existe un lien négatif entre actionnariat dirigeant et la maturité de la dette.*

### *1.2.2. L'actionnariat familial*

Lorsque l'actionnariat est familial, le contrôle des dirigeants est renforcé (Demsetz et Lehn 1985). Le contrôle des dirigeants est d'autant plus important dans les entreprises familiales que la richesse de la famille est étroitement liée à la firme (Anderson et Reeb 2003). Ce contrôle important que doit avoir l'actionnariat familial peut s'expliquer également par la motivation de transmettre, et par leur implication le plus souvent dans la direction de la firme. Concernant la France, l'actionnariat est majoritairement familial.

Toutefois, l'actionnariat familial peut s'approprier le contrôle des organes de gouvernance et faire de la rétention d'informations, dans le but de s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires lorsqu'ils ont une part importante du capital (Mard et Marsat 2012). Dans la même lignée, Gomez-Mejia et *al.* (2001) montrent que l'actionnariat familial en Espagne est associé à un important enracinement des dirigeants.

Très peu d'études sur le lien entre actionnariat familial et la maturité de la dette ont été réalisées. En Espagne, Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010), ont étudié la présence d'un actionnaire principal issu d'une famille sur la maturité de la dette. Le résultat de cette étude n'est pas significatif. Lee et Chang (2013) à Taïwan, ont trouvé une relation positive avec la maturité de la dette lorsque l'actionnaire de contrôle est une famille. Cet actionnaire choisi plus de dette à long terme lorsqu'il doit faire face au risque de liquidité lié à la dette à court terme.

D'un point de vue théorique, tout comme pour l'actionnariat dirigeant, on peut s'attendre à une relation non linéaire entre l'actionnariat familial et la maturité de la dette. Lorsque la part de capital détenue par la famille augmente, ces derniers auront moins besoin d'utiliser la dette à court terme comme mécanisme de gouvernance compte tenu du rôle important que devrait jouer

la famille dans le contrôle de la firme (effet de substitution). Cette relation positive existera jusqu'à un certain seuil, et au-delà, la maturité de la dette diminuera car la famille utilisera plus de dette à court terme pour signaler leur intention de limiter l'enracinement de l'actionnariat familial ; ou encore pour signaler la qualité interne de la firme (Flannery 1986)<sup>1</sup>. Cela nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

*H3a : il existe un lien positif entre actionnariat familial et la maturité de la dette jusqu'à un certain seuil*

*H3b : au-delà d'un certain seuil, il existe un lien négatif entre actionnariat familial et la maturité de la dette*

### 1.2.3. L'actionnariat financier

Le rôle des investisseurs financiers dans le contrôle des dirigeants semble important pour Bushee (1998), qui observe que la présence d'actionnaires financiers limite les décisions opportunistes des dirigeants. Dans des travaux plus récents, McCahery et al. (2015) enquêtent sur les investisseurs institutionnels pour mieux comprendre leur rôle dans la gouvernance des firmes. Ces derniers montrent que la majorité des investisseurs institutionnels sont des actionnaires actifs.

Toutefois, l'horizon d'investissement à court terme dissuade les investisseurs financiers d'engager des coûts de contrôle de la gouvernance des firmes, étant donné que les bénéfices éventuels attendus d'un tel contrôle ne se réalisent pas à court terme (Porter 1992). Bushee (1998) et Burns et al. (2010) notent également que l'influence des investisseurs financiers est moins importante lorsqu'ils sont des investisseurs de court terme.

Peu d'études ont analysé l'impact de l'actionnariat financier sur la maturité de la dette. Marchica (2011) au Royaume-Uni montre un lien positif entre l'actionnariat financier et la dette à court terme. Elle définit la dette à court terme comme ayant une maturité à trois ans ou moins.

---

<sup>1</sup> Pour Flannery (1986), en présence d'informations internes sur la qualité de la firme, celle-ci peut signaler ces informations en émettant de la dette à court terme. Étant donné les coûts de renouvellement de la dette à court terme, les firmes de faible qualité ne peuvent se le permettre. Elles sont donc contraintes par le risque de liquidité à préférer la dette à long terme.

Pour l'auteur, les investisseurs actifs freinent le pouvoir discrétion des dirigeants en leur imposant une large proportion de dette à court terme. Dans le contexte iranien, Hajiha et Akhlaghi (2011) trouvent une relation positive entre l'actionnariat financier et la dette à long terme.

Sur le plan théorique, le sens du lien qui pourrait exister entre l'actionnariat financier et la maturité de la dette ne semble pas être évident a priori. En effet, l'horizon d'investissement qu'il soit à court ou à long terme de l'actionnaire financier peut faire diverger l'influence sur la maturité de la dette. De plus, les travaux empiriques sur ce lien donnent des résultats opposés. Dans le cas de la France, les actionnaires financiers détiennent souvent individuellement une faible part du capital, et sont rarement impliqués dans le contrôle de la firme (Mard et Marsat 2012). À l'inverse, si la part de capital augmente, on peut s'attendre à plus de contrôle de la part de ces actionnaires. L'importance du contrôle conduit à plus d'utilisation de dette à court terme. Nous attendons ainsi une relation négative avec la maturité de la dette lorsque la part détenue par les actionnaires financiers augmente. Nous formulons donc l'hypothèse suivante :

*H4 : la part détenue par les actionnaires financiers est associée négativement à la maturité de la dette*

## **2. Données et méthodologie**

### **2.1. Données**

Nous avons collecté les données de gouvernance à partir de la base de données IODS et celles des caractéristiques financières à partir de la base de données FACTSET. L'étude porte sur 501 observations issues d'un échantillon de 167 sociétés des compartiments A, B, et C, d'Euronext et du marché libre sur la période 2011 à 2013. L'échantillon initial fourni par IODS est constitué de 370 sociétés. Les sociétés financières et immobilières au nombre de 65 ont été exclues du fait de leurs spécificités comptables. Ainsi, à l'instar de la littérature notre échantillon est composé de sociétés industrielles et commerciales. Nous avons également exclu 138 sociétés qui n'avaient pas de données de maturité de la dette. Au total, nous obtenons un échantillon cylindré de 501 observations relatives à 167 sociétés. Concernant les données de gouvernance,

pour les sociétés dont la base ne disposait pas d'informations sur certaines caractéristiques de structure de l'actionnariat, nous avons consulté les rapports annuels et les documents de référence. IODS fournit le droit de vote et le droit au capital. Comme le droit de vote permet d'influencer les décisions des dirigeants en assemblée générale, nous avons retenu le pourcentage de droits de vote par rapport au droit au capital. Nous avons également pris en compte les pourcentages de détention indirects dans la collecte des données. C'est le cas par exemple des sociétés détenues par une holding, elle-même détenue par une famille ou un dirigeant. L'obligation de déclaration de franchissement de seuil ne s'appliquant qu'au-delà de 5 %, il existe donc un risque de non exhaustivité pour les actionnaires détenant moins de 5% du capital. Chaque actionnaire a été classé suivant différentes catégories : dirigeant, familial, et financier. Notre échantillon est constitué de six secteurs d'activités suivant la classification ICB. La répartition des observations par secteur d'activité est présentée dans le tableau 1.

**Tableau 1 – Répartition des observations par secteur d'activité**

Code ICB	Secteur d'activité	Nombre de sociétés	Nombre de sociétés en %	Données sur 3 ans (2011 à 2013)
1000	Matériaux de base	10	5,99	30
2000	Industries	37	22,16	111
3000	Biens de consommation	41	24,55	123
4000	Santé	10	5,99	30
5000	Services aux consommateurs	27	16,17	81
9000	Technologie	42	25,15	126
<b>Echantillon total</b>		<b>167</b>	<b>100,00</b>	<b>501</b>

Le tableau 1 montre que la représentativité de notre échantillon en dehors des sociétés financières ne s'éloigne pas des secteurs d'activités présents sur Euronext. En effet, notre échantillon est constitué de sociétés issues des secteurs suivants : Technologie : 25,15 % ; Biens de consommation : 24,55 % ; Industries : 22,16 %. Ces trois secteurs représentent 71,86 % de l'échantillon. Le secteur des matériaux de base et de la santé, représentent chacun 5,99 % de l'échantillon. Enfin, les services aux consommateurs concernent 16,17% de l'échantillon. On peut constater qu'à l'instar des études antérieures comme par exemple ceux de Datta et *al.* (2005), que nous avons retenu des sociétés industrielles et commerciales.

## 2.2. Mesure des variables et statistiques descriptives

### 2.2.1. *Mesure de la maturité de la dette*

Scherr et Hulburt (2001) définissent la dette à long terme comme celle dont l'échéance est à plus d'un an. Barclay et *al.* (2003), Barclay et Smith (1995) considèrent celle à plus de trois ans. Ozkan (2002) la définit comme à plus de 5 ans. Les travaux de Datta et *al.* (2005) montrent cependant qu'il n'y a pas de différence importante de résultats selon le choix de la mesure de maturité de la dette. Dans notre étude, tout comme Sherr et Hulburt (2001) et également pour des raisons de disponibilité de données, nous avons retenu deux mesures de maturité de la dette. Nous utilisons la part de la dette à plus d'un an dans la dette totale, et aussi la part de la dette à plus de trois dans la dette totale comme mesures de maturité de la dette.

### 2.2.2. *Variables de structure de l'actionnariat*

Haw et *al.* (2004) ainsi que Yuan et *al.* (2007) utilisent le pourcentage d'actions détenues par le premier actionnaire pour mesurer la concentration de l'actionnariat. Comme la base fournit les droits de vote, nous utilisons le pourcentage de droits de vote détenus par le premier actionnaire (ACT1) pour mesurer la concentration de l'actionnariat. Nous utilisons également le pourcentage détenu par les deux premiers actionnaires (ACT12). Par ailleurs, pour mettre en évidence le rôle du deuxième actionnaire, nous avons retenu également le pourcentage de droits de vote détenus par ce dernier (ACT2).

Pour le type d'actionnaire, tout comme la littérature antérieure, nous avons retenu les catégories d'actionnaires suivantes : dirigeant, familial et financier. Afin de les identifier, lorsque la base ne fournissait pas d'information explicite, nous avons consulté les rapports annuels et les documents de référence. Nous avons également retraité les pourcentages de détentions indirects. C'est-à-dire les sociétés détenues par une holding, elle-même détenue par une famille ou un dirigeant. L'actionnariat dirigeant (DIR) regroupe les droits de vote des directeurs. L'actionnariat familial (FAM), ceux détenus par les familles et les personnes individuelles. Comme l'actionnariat familial regroupe également les personnes individuelles, cette variable peut regrouper l'actionnariat dirigeant. L'actionnariat financier (FIN) regroupe les institutions financières, les banques, les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

### 2.2.3. Variables de contrôle

Les variables de contrôle utilisées sont reconnues dans la littérature comme des déterminants de la maturité de la dette : le niveau d'endettement, la qualité de crédit, les opportunités de croissance, la taille, la maturité de l'actif, et la volatilité des résultats.

Diamond (1991) estime que les firmes avec un niveau d'endettement (END) élevé devraient préférer la dette à long terme pour éviter le risque de liquidité. Diamond montre également une relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette. Nous contrôlons l'effet de la qualité de crédit par le Z score d'Altman (Z). Myers (1977) suggère que la dette à court terme peut permettre de réduire les problèmes de sous-investissement issus des conflits d'agence entre créanciers et actionnaires. Nous utilisons le *Market-to-book*, qui correspond au ratio valeur de marché de la firme sur le total actif pour mesurer l'opportunité de croissance (OP). Nous contrôlons l'effet de la taille par le logarithme du total actif (TA). Nous utilisons la maturité de l'actif (MA) qui est définie comme la part de l'actif immobilisé dans l'actif total pour prendre en compte le *matching principal* qui consiste à faire correspondre la maturité de l'actif à celle du passif mise en évidence par Morris (1976). Johnson (2003) montre que les firmes avec une forte volatilité de trésorerie auront une préférence pour la dette à long terme. Par conséquent nous incluons la volatilité des résultats (VR) défini comme le ratio écart-type de l'EBITDA (sur les quatre années précédentes) dans le total actif comme mesure de volatilité.

Par ailleurs, nous avons inclus deux variables de gouvernance comme variables de contrôle. Pour Fama et Jensen (1983), le contrôle des dirigeants est menacé lorsqu'un seul individu cumule les fonctions de direction générale et de président du conseil. Nous contrôlons donc cet effet par une variable binaire de président directeur général (PDG). Ensuite, une proportion significative d'administrateurs externes indépendants renforce le degré d'autonomie des entités de contrôle (Rosenstein et Wyatt 1990). Nous intégrons donc le pourcentage d'administrateurs indépendants (IND) comme seconde variable de contrôle.

Enfin, nous intégrons les secteurs d'activité (ICB), et l'influence des années d'études par un effet fixe année (AN). Le tableau 2 présente en détail les variables de notre étude et les mesures associées.

**Tableau 2 - récapitulatif des Variables**

Variable	Mesure	Signe attendu
<b>Dépendante</b>		
Maturité de la dette (MD1)	Dettes à plus d'un an / Total dette	
Maturité de la dette (MD3)	Dettes à plus de trois ans / Total dette	
<b>Indépendantes</b>		
Premier actionnaire (ATC1)	Droits de vote du premier actionnaire / Total des droits de vote	+ ou -
Deux premiers actionnaires (ACT12)	Droits de vote des deux premiers actionnaires / Total des droits de vote	+ ou -
Deuxième actionnaire (ACT2)	Droits de vote du deuxième actionnaire / Total des droits de vote	+ ou -
Actionnariat dirigeant (DIR)	Droits de vote des dirigeants / Total des droits de vote	+ puis -
Actionnariat familial (FAM)	Droits de vote des familles / Total des droits de vote	+ puis -
Actionnariat financier (FIN)	Droits de vote des investisseurs institutionnels / Total des droits de vote	-
<b>Contrôle</b>		
Niveau d'endettement (END)	Dettes totales / Total actif	+
Z score (Z)	Z score d'Altman	-
Opportunité de croissance (OP)	Valeur de marché de la société / total actif	-
Taille (TA)	Log total actif	+
Maturité de l'actif (MA)	Actifs immobilisés / Total actif	+
Volatilité des résultats (VR)	Écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / Total actif	+
Président directeur général (PDG)	Égal 1 si le directeur général est également président du conseil	?
Indépendance du conseil (IND)	% d'administrateurs indépendants au sein du conseil	?
Secteur (ICBi)	Égal 1 si le secteur d'activité est dans la classification i, 0 sinon	?
Année (ANi)	Égal 1 si l'année est 20i, 0 sinon	?



2.2.4. *Statistiques descriptives*

Le pourcentage de droits de vote du premier actionnaire est en moyenne de 51,9 % (médiane de 50 %). Celui des deux premiers actionnaires est de 62,1 % (médiane de 66,7 %). Le deuxième actionnaire a en moyenne 10,2 % des droits de vote. L'actionnariat familial, dirigeant et financier respectivement 39,6 % ; 22,8 % et 10,1 % des droits de vote. On peut constater par la moyenne et la médiane du premier et des deux premiers actionnaires que l'actionnariat est fortement concentré. Ces données se rapprochent de ceux de Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) en Espagne ou l'actionnaire principal détient 31% du capital et l'actionnariat dirigeant 14% du capital. L'actionnariat paraît moins concentré dans les travaux de Marchica (2008) au Royaume-Uni ou les blocs d'actionnaires détiennent 23,44% du capital et l'actionnariat dirigeant 9,98% du capital. On constate aussi que l'actionnariat familial représente la catégorie la plus importante de notre échantillon. La variable binaire de président directeur général (PDG), représente 289 observations sur 501, soit 57,68 % de l'échantillon. Le tableau 3 présente en détail les statistiques descriptives.

**Tableau 3 – Statistiques descriptives sur la période 2011-2013 (N=501)**

	Moyenne	Q1	Médiane	Q3	Maximum	Minimum	Ecart-type
MD1	0,448	0,131	0,470	0,714	1,000	0,000	0,321
MD3	0,158	0,004	0,137	0,263	0,531	0,000	0,143
ACT1	0,519	0,290	0,500	0,715	0,999	0,050	0,258
ACT2	0,102	0,019	0,092	0,163	0,399	0,000	0,091
ACT12	0,621	0,411	0,667	0,807	0,999	0,051	0,238
DIR	0,228	0,000	0,075	0,419	0,960	0,000	0,278
FAM	0,396	0,043	0,375	0,689	0,996	0,000	0,319
FIN	0,101	0,000	0,000	0,112	0,949	0,000	0,188
END	0,176	0,056	0,142	0,271	0,794	0,000	0,153
Z	3,279	1,472	2,062	2,890	124,186	-11,539	0,091
OP	0,734	0,247	0,442	0,732	13,516	0,056	0,012
TA	2,034	1,646	2,049	2,501	3,508	-0,881	0,006
MA	0,422	0,264	0,397	0,532	0,957	0,000	0,215
VR	0,051	0,015	0,026	0,043	2,507	0,001	0,002
IND	0,295	0,100	0,286	0,500	1,000	0,000	0,000

Avec : Q1 et Q3 respectivement le premier quartile et le troisième quartile ; MD1 le ratio dette à plus d'un an / total dette ; MD3 le ratio dette à plus de trois ans / total dette ; ACT1, ACT2 et ACT12 respectivement le pourcentage des droits de vote du premier, du deuxième et des deux premiers actionnaires ; DIR le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat dirigeant ; FAM le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat

familial ; FIN le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat financier ; END le ratio dette total / total actif ; TA le logarithme du total actif ; OP le ratio valeur de marché de la société / total actif ; MA le ratio actifs immobilisés / total actif ; Z le Z score d'Altman ; VR le ratio écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / total actif ; IND le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil.

### 2.3. Spécification du modèle

L'utilisation d'une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires peut s'avérer problématique parce que les firmes choisissent simultanément un niveau d'endettement et de maturité de la dette (Johnson 2003). Dans leur modèle, Barclay et *al.* (1997) montrent que le niveau d'endettement et la maturité de la dette sont choisis de manière complémentaire. Par conséquent, tout comme Johnson (2003), Datta et *al.* (2005), ainsi que Brockman et *al.* (2010), nous utilisons les doubles moindres carrés pour prendre en compte le lien entre le niveau d'endettement et la maturité de la dette. Pour ce faire, nous estimons dans un premier modèle le niveau d'endettement de la firme. Dans un deuxième modèle, nous estimons la maturité de la dette dont l'une des variables de contrôle à savoir l'endettement, est issue de l'estimation du premier modèle. Pour estimer le niveau d'endettement, à l'instar des études antérieures, nous utilisons comme variables instrumentales : la profitabilité, mesuré par le ratio EBITDA sur total actif ; le ratio d'actif fixe, qui représente la part des immobilisations corporelles dans le total actif ; et la variable binaire perte d'exploitation, qui prend la valeur 1 si la firme a subi une perte d'exploitation et 0 sinon.

De plus, l'ensemble des régressions prennent en compte un effet fixe année par la variable binaire année (AN). Les problèmes d'hétéroscédasticité dans les données sont corrigés dans les régressions par la méthode de White (1980).

Nous testons deux modèles. Le modèle 1 teste le lien entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Le modèle 2 celui du lien entre la nature de l'actionnaire et la maturité de la dette. Afin de tester un modèle linéaire et un modèle non linéaire, le modèle 1 est décliné en deux modèles : 1a et 1b. Le modèle 2 est également décliné en deux modèles : 2a et 2b. Ainsi, nous testons dans un premiers temps les modèles linéaires (1a et 2a), puis dans un deuxième temps, les modèles non linéaires (1b et 2b). Notre modèle général s'écrit alors comme suit :

$$(1a) : MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ACT_{i,t} + \alpha_2 PDG_{i,t} + \alpha_3 IND_{i,t} + \alpha_4 END_{i,t} + \alpha_5 Z_{i,t} +$$

$$\alpha_6 OP_{i,t} + \alpha_7 TA_{i,t} + \alpha_8 MA_{i,t} + \alpha_9 VR_{i,t} + \alpha_{10} ICB_{i,t} + \alpha_{11} AN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(1b) : MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ACT_{i,t} + \alpha_2 (ACT_{i,t})^2 + \alpha_3 PDG_{i,t} + \alpha_4 IND_{i,t} + \alpha_5 END_{i,t}$$

$$+ \alpha_6 Z_{i,t} + \alpha_7 OP_{i,t} + \alpha_8 TA_{i,t} + \alpha_9 MA_{i,t} + \alpha_{10} VR_{i,t} + \alpha_{11} ICB_{i,t} + \alpha_{12} AN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(2a) : MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NAT\_ACT_{i,t} + \alpha_2 PDG_{i,t} + \alpha_3 IND_{i,t} + \alpha_4 END_{i,t} + \alpha_5 Z_{i,t} +$$

$$\alpha_6 OP_{i,t} + \alpha_7 TA_{i,t} + \alpha_8 MA_{i,t} + \alpha_9 VR_{i,t} + \alpha_{10} ICB_{i,t} + \alpha_{11} AN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(2b) : MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NAT\_ACT_{i,t} + \alpha_2 (NAT\_ACT_{i,t})^2 + \alpha_3 PDG_{i,t} +$$

$$\alpha_4 IND_{i,t} + \alpha_5 END_{i,t} + \alpha_6 Z_{i,t} + \alpha_7 OP_{i,t} + \alpha_8 TA_{i,t} + \alpha_9 MA_{i,t} +$$

$$\alpha_{10} VR_{i,t} + \alpha_{11} ICB_{i,t} + \alpha_{12} AN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$MD$  = Dette à long terme / Total dette

$ATC$  = Droits de vote du rang de l'actionnaire / Total des droits de vote

$(ATC)^2$  = (Droits de vote du rang de l'actionnaire / Total des droits de vote) élevé au carré

$ATC\_NAT$  = Droits de vote cumulés du type d'actionnaire concerné / Total des droits de vote

$(ATC\_NAT)^2$  = (Droits de vote cumulés du type d'actionnaire concerné / Total des droits de vote) élevé au carré

$PDG$  = Égal 1 si le directeur général est également président du conseil

$IND$  = % d'administrateurs indépendants au sein du conseil

$END$  = Endettement estimé

$Z$  = Z score d'Altman

$OP$  = Valeur de marché de la société / Total actif

$TA$  = Logarithme total actif

$MA$  = Actifs immobilisés / Total actif

$VR$  = Ecart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / Total actif

$ICBi$  = 1 si le secteur d'activité est dans la classification  $i$ , 0 sinon

$ANi$  = 1 si l'année est  $20i$ , 0 sinon

### **3. Résultats**

#### **3.1. Analyse bivariée**

Avant de procéder à une analyse multivariée du lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette, nous examinons d'abord les corrélations entre les différentes variables. Le tableau 4 ci-après présente la matrice de corrélation de Pearson. Ce tableau montre que la maturité de la dette à plus d'un an est corrélée positivement avec le deuxième actionnaire et l'actionnariat financier. Lorsqu'on est sur une maturité de la dette à plus de trois ans, elle est corrélée positivement avec l'actionnariat dirigeant et l'actionnariat financier.

Par ailleurs, les variables fortement corrélées (supérieur à 0,5) n'ont pas été introduites dans la même régression afin d'éviter la présence de fortes colinéarités susceptibles d'influencer les résultats. C'est le cas des variables : actionnariat dirigeant (DIR) et actionnariat familial (FAM).

**Tableau 4 – Corrélation entre les variables (N=501)**

	MD1	MD3	ACT1	ACT2	ACT12	DIR	FAM	FIN	END	Z	OP	TA	MA	VR	PDG	IND
MD1	1,000															
MD3	0,744***	1,000														
ACT1	-0,035	-0,018	1,000													
ACT2	0,092**	0,025	-0,390***	1,000												
ACT12	-0,002	-0,011	0,935***	-0,039	1,000											
DIR	0,010	0,081*	0,202***	-0,081*	0,188***	1,000										
FAM	0,045	0,052	0,281***	-0,005	0,303***	0,652***	1,000									
FIN	0,227***	0,257***	-0,106**	0,076*	-0,086*	-0,247***	-0,360***	1,000								
END	0,300***	0,285***	-0,010	0,023	-0,002	0,156***	0,129***	-0,026	1,000							
Z	-0,204***	-0,161***	0,080*	-0,107**	0,046	-0,055	-0,064	-0,052	-0,196***	1,000						
OP	-0,139***	-0,101**	0,142***	-0,131***	0,104**	-0,006	-0,126***	0,045	-0,254***	0,327***	1,000					
TA	0,301***	0,234***	0,043	0,083*	0,078*	0,029	0,129***	0,048	0,312***	-0,073	-0,412***	1,000				
MA	0,226***	0,159***	0,060	0,117***	0,110**	-0,036	0,009	-0,024	0,167***	-0,023	-0,145***	0,228***	1,000			
VR	-0,143***	-0,102**	0,110**	-0,093**	0,084*	-0,065	-0,128***	-0,043	-0,115***	0,102**	0,383***	-0,423***	-0,207***	1,000		
PDG	0,014	-0,003	-0,037	-0,073	-0,068	0,172***	0,059	-0,053	0,010	-0,078*	-0,103**	0,029	0,000	-0,112**	1,000	
IND	0,003	-0,051	-0,241	0,020	-0,253***	0,071	0,057	0,018	-0,015	0,040	0,096**	0,058	-0,102**	-0,056	-0,117***	1,000

Les signes \*\*\*, \*\*, \* indiquent une significativité au seuil de 1%, 5% et 10%, respectivement.

Avec : MD1 le ratio dette à plus d'un an / total dette ; MD3 le ratio dette à plus de trois ans / total dette ; ACT1, ACT2 et ACT12 respectivement le pourcentage des droits de vote du premier, du deuxième et des deux premiers actionnaires ; DIR le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat dirigeant ; FAM le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat familial ; FIN le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat financier ; END le ratio dette total / total actif ; TA le logarithme du total actif ; OP le ratio valeur de marché de la société / total actif ; MA le ratio actifs immobilisés / total actif ; Z le Z score d'Altman ; VR le ratio écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / total actif ; PDG une variable binaire qui prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon ; IND le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil.

### **3.2. Le lien entre structure de l'actionnariat et maturité de la dette**

#### *3.2.1. Concentration de l'actionnariat et maturité de la dette*

Pour analyser la relation entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette, Nous avons effectué huit régressions menées à partir des variables de concentration du premier actionnaire (ACT1), et des deux premiers actionnaires (ACT12). Les résultats de ces régressions figurent dans le tableau 5. Les régressions (1) à (4) ont été menées à partir d'une maturité de la dette à plus d'un an (MD1), et celles de (5) à (8), à partir d'une maturité de la dette à plus de trois ans (MD3). Pour prendre en compte une éventuelle relation non linéaire, nous avons intégré également dans les régressions ces variables au carrés. (ACT1CARRE) et (ACT12CARRE) étant respectivement la variable premier actionnaire et deux premiers actionnaires au carré.

En outre, nous intégrons le deuxième actionnaire (ACT2) et son carré (ACT2CARRE) dans les régressions pour tester l'influence du deuxième actionnaire sur la maturité de la dette. Les résultats des régressions avec la concentration de l'actionnaire figurent dans le tableau 5 dans lequel N correspond au nombre d'entreprises-années.

**Tableau 5 - Régressions à partir des variables de concentration de l'actionnariat**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	MD1	MD1	MD1	MD1	MD3	MD3	MD3	MD3
ACT1	-0,00763 (-0,11)	0,136 (0,51)			-0,0168 (-0,57)	0,175 (1,48)		
ACT1CARRE		-0,00106 (-0,41)				-0,00162 (-1,40)		
ACT2	0,140 (0,86)	0,847* (1,93)			-0,0457 (-0,63)	0,484*** (2,59)		
ACT2CARRE		-0,0252* (-1,94)				-0,0197*** (-3,65)		
ACT12			-0,00789 (-0,12)	0,562* (1,70)			-0,0167 (-0,57)	0,402*** (2,96)
ACT12CARRE				-0,00499* (-1,80)				-0,00366*** (-3,10)
END	1,735*** (4,14)	1,772*** (4,14)	1,780*** (4,30)	1,826*** (4,39)	0,268 (1,37)	0,299 (1,51)	0,259 (1,33)	0,293 (1,52)
Z	-0,524*** (-5,08)	-0,521*** (-5,19)	-0,530*** (-5,07)	-0,527*** (-5,17)	-0,197*** (-3,93)	-0,193*** (-4,16)	-0,195*** (-3,94)	-0,193*** (-4,07)
OP	3,709*** (2,62)	3,907*** (2,75)	3,671** (2,57)	4,141*** (2,97)	0,714 (1,12)	0,939 (1,48)	0,721 (1,14)	1,067* (1,74)
TA	7,807*** (2,64)	7,496** (2,49)	7,692*** (2,62)	7,872*** (2,68)	4,015*** (2,97)	3,762*** (2,76)	4,038*** (2,98)	4,170*** (3,09)
MA	0,138* (1,66)	0,145* (1,75)	0,140* (1,67)	0,128 (1,55)	0,0696* (1,79)	0,0731* (1,90)	0,0693* (1,79)	0,0609 (1,59)
VR	-2,583 (-0,53)	-1,412 (-0,29)	-2,776 (-0,56)	-0,874 (-0,18)	0,746 (0,32)	1,956 (0,84)	0,784 (0,34)	2,180 (0,97)
PDG	3,113 (1,15)	3,481 (1,28)	2,841 (1,06)	3,279 (1,22)	0,0831 (0,07)	0,412 (0,33)	0,137 (0,11)	0,459 (0,36)
IND	0,0453 (0,77)	0,0485 (0,83)	0,0470 (0,80)	0,0414 (0,72)	-0,0322 (-1,20)	-0,0293 (-1,12)	-0,0325 (-1,21)	-0,0366 (-1,40)
cons	5,570 (0,33)	1,375 (0,08)	5,902 (0,36)	-4,807 (-0,28)	6,903 (0,83)	2,665 (0,31)	6,838 (0,82)	-1,024 (-0,12)
R <sup>2</sup>	0,228	0,234	0,226	0,233	0,135	0,159	0,135	0,153
N	501	501	501	501	501	501	501	501
F	16,98	15,28	17,33	17,77	8,887	8,497	9,432	10,43

Les signes \*\*\*, \*\*, \* indiquent une significativité au seuil de 1%, 5% et 10%, respectivement.

Avec : ACT1, ACT2 et ACT12 respectivement le pourcentage des droits de vote du premier, du deuxième et des deux premiers actionnaires. ACT1CARRE, ACT2CARRE et ACT12CARRE respectivement le carré des variables ACT1, ACT2 et ACT12 ; PDG une variable binaire qui prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon ; IND le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil ; END le ratio dette total / total actif ; TA le logarithme

du total actif ; OP le ratio valeur de marché de la société / total actif ; MA le ratio actifs immobilisés / total actif ; Z le Z score d'Altman ; VR le ratio écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / total actif ; cons est la constante de la régression.

Les résultats des régressions montrent qu'il n'existe pas de relation entre la concentration de l'actionnariat mesurée par le premier actionnaire et la maturité de la dette. En revanche, les résultats des régressions entre la concentration mesurée à partir des deux premiers actionnaires laissent apparaître une relation non linéaire. La maturité de la dette augmente jusqu'à un certain seuil dans un premier temps, lorsque la concentration des deux premiers actionnaires est faible, puis diminue lorsque la concentration des deux premiers actionnaires augmente (courbe en U inversé). Le point d'inflexion dans une telle courbe est obtenu lorsque la dérivée partielle de l'équation par rapport à la variable d'intérêt s'annule. On obtient ainsi un point d'inflexion pour un pourcentage de droits de vote détenus par les deux premiers actionnaires proche de 56% pour une maturité à plus d'un an, et de 55% pour une maturité à plus de trois ans. À titre comparatif, les travaux de García-Teruel et Martínez-Solano (2010) font ressortir un point d'inflexion de 4,09% de détention en capital.

Ces résultats semblent indiquer que lorsque les deux premiers actionnaires détiennent des droits de vote supérieur à 56%, ces derniers utilisent d'avantage la dette à court terme comme moyen de contrôle. En dessous du seuil de 56 % de détention des droits de vote, la dette à court terme n'est pas utilisée comme moyen de contrôle.

Concernant le deuxième actionnaire, les résultats montrent également une relation non linéaire (positive puis négative) entre le deuxième actionnaire et la maturité de la dette pour les deux mesures de maturité. Le point d'inflexion est ici proche de 17 % pour une maturité à plus d'un an, et de 13% pour une maturité à plus de trois ans. Ce résultat nous paraît intéressant dans le contexte français car cela traduit l'influence du deuxième actionnaire sur la maturité de la dette. Il met en évidence que lorsque le deuxième actionnaire détient plus de 13% des droits de vote, celui-ci exerce un contrôle sur le premier actionnaire<sup>2</sup> et cela conduit les deux principaux actionnaires à agir de concert en exerçant un contrôle complémentaire par la dette à court terme. Ainsi, les deux actionnaires vont agir de concert pour limiter le risque d'enracinement du dirigeant.

---

<sup>2</sup> Lorsque les actionnaires de contrôle sont incités à exproprier les actionnaires minoritaires, cela conduit au conflit d'agence de type II (actionnaire-actionnaire). Ce conflit d'agence conduit à une surveillance des actionnaires de contrôle par les minoritaires.



Cette relation de type concave entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette dans le contexte français, va à l'encontre de celui obtenu par Marchica (2008), qui trouve une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et la dette à court terme. Mais aussi d'Arslan et Karan (2006) qui trouvent également une relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la dette à long terme. En revanche, nos résultats vont dans le sens des travaux de Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) qui mettent en évidence une relation non linéaire en forme de U inversé entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Cette similitude de résultat entre le cas français et espagnole peut s'expliquer par la concentration de l'actionnariat qui paraît proche, en comparaison aux pays anglo-saxons où l'actionnariat est moins concentré. Notre étude se distingue toutefois de l'étude espagnole car elle met en évidence l'influence du deuxième actionnaire sur la maturité de la dette.

### *3.2.2. Le type d'actionnaire et la maturité de la dette*

Nous cherchons à connaître le lien entre la nature de l'actionnaire et la maturité de la dette. Pour cela, trois types d'actionnaires ont été testés dans nos régressions. L'actionnariat des dirigeants (DIR), mesuré par les droits de vote détenus par les dirigeants. L'actionnariat familial (FAM), qui correspond aux droits de vote des familles et personnes individuelles. L'actionnariat financier (FIN), qui représente la part détenue par les investisseurs institutionnels. Nous avons effectué six régressions dont les résultats figurent dans le tableau 6. Comme avec la concentration de l'actionnariat, nous avons retenu les deux mesures de maturité de la dette (MD1 et MD3).

Pour analyser la relation avec l'actionnariat dirigeant, nous avons utilisé le logarithme de la variable actionnariat dirigeant (LOGDIR). En effet, comme le montre le tableau 3 des statistiques descriptives, la distribution de cette variable n'est pas normale (moyenne de 0,228 et médiane de 0,075). Cela pourrait biaiser les résultats. Pour l'actionnariat familial, comme cette variable inclut celui des dirigeants en tant que personnes individuelles, ces deux dernières variables ne sont pas incluses dans la même régression. Concernant l'actionnariat financier (moyenne de 0,101 et médiane de 0,000) nous avons également utilisé le logarithme de la variable actionnariat financier (LOGFIN) pour rendre la distribution de cette variable normale. Les carrés de toutes ces variables sont intégrés aux régressions pour capter une éventuelle relation non linéaire. Les résultats des régressions avec la nature de l'actionnaire figurent dans le tableau 6.

**Tableau 6 - Régressions à partir des variables du type d'actionnaire**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	MD1	MD1	MD1	MD3	MD3	MD3
LOGDIR	3,874** (2,24)	19,71*** (2,64)		2,398*** (3,07)	-1,865 (-0,53)	
LOGDIRCARRE		-8,466** (-2,12)			2,662 (1,41)	
FAM			0,581*** (3,75)			0,247*** (3,26)
FAMCARRE			-0,00680*** (-3,87)			-0,00279*** (-3,21)
LOGFIN	9,298*** (4,23)	-8,618 (-1,28)		5,039*** (4,83)	-2,604 (-0,72)	
LOGFINCARRE		11,50*** (2,59)			5,235** (2,08)	
END	1,843*** (4,63)	1,933*** (4,86)	1,818*** (4,50)	0,309 (1,64)	0,313* (1,66)	0,289 (1,50)
Z	-0,504*** (-5,88)	-0,460*** (-5,44)	-0,549*** (-5,84)	-0,178*** (-4,46)	-0,168*** (-4,09)	-0,200*** (-4,36)
OP	3,763*** (2,73)	3,596*** (2,83)	3,992*** (2,66)	0,748 (1,26)	0,535 (0,94)	0,840 (1,29)
TA	6,720** (2,36)	7,515*** (2,68)	7,987*** (2,83)	3,413*** (2,67)	3,501*** (2,77)	4,024*** (3,01)
MA	0,164** (2,13)	0,162** (2,14)	0,138* (1,73)	0,0812** (2,28)	0,0762** (2,13)	0,0666* (1,79)
VR	-0,0314 (-0,01)	1,417 (0,29)	-0,611 (-0,12)	2,238 (0,98)	2,405 (1,07)	1,668 (0,70)
PDG	2,049 (0,74)	0,984 (0,35)	3,194 (1,21)	-0,337 (-0,26)	-0,581 (-0,46)	0,314 (0,25)
IND	0,00909 (0,16)	0,00710 (0,12)	0,0000158 (0,00)	-0,0514** (-1,99)	-0,0401 (-1,53)	-0,0494* (-1,88)
cons	1,002 (0,06)	0,885 (0,06)	0,680 (0,04)	3,649 (0,48)	4,689 (0,67)	4,335 (0,53)
R <sup>2</sup>	0,260	0,273	0,249	0,187	0,202	0,155
N	501	501	501	501	501	501
F	19,20	18,50	17,55	11,87	12,11	9,544

Les signes \*\*\*, \*\*, \* indiquent une significativité au seuil de 1%, 5% et 10%, respectivement.

Avec : LOGDIR et LOGFIN le logarithme respectif des variables actionnariat dirigeant et actionnariat financier ; FAM le pourcentage de droits de vote détenu par l'actionnariat familial ; LOGDIRCARRE, LOGFINCARRE et FAMCARRE correspond respectivement au carré des variables LOGDIR, LOGFIN et LOGFAM; PDG une variable binaire qui prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon ; IND le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil ; END le ratio dette total / total actif ; TA le logarithme du total actif ; OP le ratio valeur de marché de la société / total actif ; MA le ratio actifs immobilisés / total actif ; Z le Z score d'Altman ; VR le ratio écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / total actif cons est la constante de la régression ; cons est la constante de la régression.

Les résultats des régressions conduites à partir du type d'actionnaire mettent en évidence des relations significatives entre la part détenue par les trois types d'actionnaires (dirigeant, familial, et financier) et la maturité de la dette. Premièrement, les résultats des analyses en présence d'une maturité de la dette à plus d'un an font ressortir que le lien entre l'actionnariat des dirigeants et la maturité de la dette, tout comme celui avec l'actionnariat familial, met en évidence une relation non linéaire en forme de U inversé. La maturité de la dette augmente dans un premier temps jusqu'au seuil de 15% et 43% des droits de vote respectivement pour l'actionnariat dirigeant et familial. Puis au-delà de ces seuils, la relation devient négative. En comparaison aux travaux de Marchica (2008), l'auteur obtient un seuil de 37% pour l'actionnariat dirigeant. L'auteur précise que 12% des sociétés de son échantillon ont un actionnariat dirigeant supérieur à 37%. En ce qui concerne l'actionnariat financier, les résultats laissent apparaître une relation positive et linéaire. Deuxièmement, lorsqu'on est sur une maturité de la dette à plus de trois ans, les résultats des analyses sont conformes avec une maturité de la dette à plus d'un an. Le point d'inflexion est atteint dans ce cas pour une valeur proche de 44% des droits de vote de l'actionnariat familial. Toutefois, en ce qui concerne l'actionnariat des dirigeants, le lien apparaît linéaire et positif.

À titre comparatif, en ce qui concerne l'actionnariat des dirigeants, nos résultats vont dans le sens des travaux de Marchica (2008), qui trouve une relation négative puis positive entre l'actionnariat dirigeant et la dette à court terme. Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) trouvent également une relation positive pour un faible niveau d'actionnariat dirigeant, et une relation négative pour un niveau élevé d'actionnariat dirigeant. Cependant, nos résultats diffèrent de ceux de Datta et *al.* (2005), ainsi que de Guney et Ozkan (2005), qui trouvent une relation négative et linéaire entre l'actionnariat des dirigeants et la maturité de la dette. Hajjha et Akhlaghi (2011) trouvent une relation positive entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Ces divergences de résultats peuvent s'expliquer par le contexte spécifique lié à la structure d'actionnariat qui est différent dans chaque étude.

À notre connaissance, le lien entre l'actionnariat familial et la maturité de la dette n'a fait l'objet d'aucune étude hormis le lien avec la présence d'une famille dans le capital de la firme.

La relation de type concave entre les deux types d'actionnaires à savoir l'actionnariat dirigeant et familial avec la maturité de la dette, semblent indiquer que le contrôle par la dette

à court terme s'exerce pour les niveaux faibles et élevés de détention du capital par les dirigeants et les familles.

Concernant l'actionnariat financier, l'analyse des résultats montrent une relation positive avec la maturité de la dette. Ce résultat semble indiquer un effet de substitution entre le contrôle par la dette, et le contrôle par les actionnaires financiers. Ces résultats rejoignent ceux de Hajiha et Akhlaghi (2011) qui trouvent une relation positive entre l'actionnariat financier et la maturité de la dette. En revanche, nos résultats vont dans le sens contraire des travaux de Marchica (2011) qui trouve une relation positive entre l'actionnariat financier et la dette à court terme. Il semble dans notre étude que la dette à court terme est moins utilisée comme mécanisme disciplinaire par l'actionnariat financier.

### *3.2.3. Robustesse de résultats*

En outre, nous avons réalisé deux tests complémentaires afin de mieux circonscrire le lien entre la nature de l'actionnaire et la maturité de la dette. Dans un premier temps, nous avons voulu savoir si la présence d'un type d'actionnaire en particulier influence la maturité de la dette. Pour cela, nous avons mené des tests à partir des variables binaires d'actionnariat dirigeant (DIRB), familial (FAMB), et financier (FINB). La variable binaire FINB est plus pertinente à analyser par rapport à l'influence du poids de ce type d'actionnaire comme effectué précédemment, car la médiane de la variable FIN est de 0,000. Ce qui revient en fait à tester une variable binaire de présence ou non d'actionnaire financier. Cependant, l'influence du poids de l'actionnariat financier a été testée dans nos régressions précédentes, avec le logarithme pour corriger ce biais. Les résultats du test à partir des variables binaires du type d'actionnaire figurent dans le tableau 7.

**Tableau 7 - Régressions à partir des variables binaires du type d'actionnaire**

	(1) MD1	(2) MD1	(3) MD3	(4) MD3
DIRB	6,668** (2,14)		2,469* (1,67)	
FAMB		9,709*** (2,66)		4,608*** (2,64)
FINB	9,200*** (3,41)	8,112*** (2,99)	4,106*** (3,28)	3,618*** (2,83)
END	1,852*** (4,60)	1,873*** (4,72)	0,293 (1,54)	0,315 (1,65)
Z	-0,510*** (-5,82)	-0,528*** (-6,69)	-0,188*** (-4,36)	-0,193*** (-5,09)
OP	3,900*** (2,76)	4,292*** (2,93)	0,783 (1,28)	0,978 (1,55)
TA	6,291** (2,21)	6,684** (2,34)	3,326** (2,53)	3,483*** (2,63)
MA	0,174** (2,21)	0,156** (2,03)	0,0823** (2,25)	0,0747** (2,09)
VR	-0,869 (-0,17)	0,643 (0,13)	1,403 (0,61)	2,256 (0,96)
PDG	1,944 (0,69)	2,569 (0,95)	-0,112 (-0,09)	0,0483 (0,04)
IND	-0,0000332 (-0,00)	-0,00870 (-0,15)	-0,0481* (-1,82)	-0,0551** (-2,06)
_cons	1,407 (0,08)	-0,409 (-0,02)	4,395 (0,54)	3,387 (0,41)
R <sup>2</sup>	0,252	0,257	0,158	0,168
N	501	501	501	501
F	17,20	17,24	9,451	9,540

Les signes \*\*\*, \*\*, \* indiquent une significativité au seuil de 1%, 5% et 10%, respectivement.

Avec : DIRB, FINB et FAMB des variables binaires égales à 1 s'il existe respectivement un actionnaire dirigeant, financier et familial au sein de l'actionnariat, 0 sinon; PDG une variable binaire qui prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon ; IND le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil ; END le ratio dette total / total actif ; TA le logarithme du total actif ; OP le ratio valeur de marché de la société / total actif ; MA le ratio actifs immobilisés / total actif ; Z le Z score d'Altman ; VR le ratio écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / total actif cons est la constante de la régression ; cons est la constante de la régression.

Les résultats des régressions conduites à partir des variables binaires d'actionnariat dirigeant (DIRB), familial (FAMB), et financier (FINB), montrent que la présence de ces types d'actionnaires influence la maturité de la dette. Pour les deux mesures de maturité de la dette, la présence de ces derniers y est associée positivement.

Dans un deuxième temps, nous avons cherché à faire le lien entre concentration et nature de l'actionnariat. Pour cela, nous avons conduit une analyse avec des variables d'interactions. Ces variables d'interactions sont les produits des variables ACT1\_DIR, ACT1\_FAM, et ACT1\_FIN, qui prennent la valeur 1 si le premier actionnaire est respectivement dirigeant, familial ou financier et 0 sinon, par la variable de concentration ACT12, et aussi par la variable du deuxième actionnaire ACT2. Ces tests vont nous permettre de savoir si l'influence de la concentration sur la maturité de la dette obtenue précédemment dépend de la nature du premier actionnaire. Ces tests vont nous permettre de savoir également si le rôle exercé par le deuxième actionnaire dépend aussi de la nature du premier d'actionnaire.

Les résultats des régressions conduites à partir des variables d'interactions entre nature du premier actionnaire et concentration de l'actionnariat, laissent apparaître que l'influence de la concentration de l'actionnariat sur la maturité de la dette dépend de la nature du premier actionnaire. En effet, les résultats corroborent ceux obtenus précédemment, c'est-à-dire un lien en forme de U inversé avec l'actionnariat dirigeant et familial. Toutefois, les résultats apparaissent non significatifs avec l'actionnariat financier. Concernant le lien entre le deuxième actionnaire et la nature du premier actionnaire, les résultats apparaissent non significatifs pour l'actionnariat familial et financier. Toutefois, le deuxième actionnaire semble exercer un rôle lorsque le premier actionnaire est un dirigeant. En effet, les résultats corroborent ceux obtenus précédemment, c'est-à-dire un lien en forme de U inversé avec l'actionnariat dirigeant. Ces résultats semblent indiquer que lorsque le premier actionnaire est un dirigeant, le deuxième actionnaire exerce plus de contrôle lorsque sa part détenue dans le capital devient important.

Par ailleurs, nous avons mené un test qui prend en compte l'écart entre le pourcentage de contrôle et le pourcentage d'intérêt (*wedge*). L'écart entre le pourcentage de contrôle et le pourcentage d'intérêt incite les actionnaires de contrôle à exproprier les actionnaires minoritaires (Haw et *al.* 2004). Cet écart contribue ainsi à accroître les conflits d'agence de type II entre actionnaire de contrôle et actionnaires minoritaires. Ce test va nous permettre de connaître le lien entre *wedge* et la maturité de la dette.

Pour la mesure du *wedge*, nous avons retenu à l'instar de la littérature (Claessens et *al.* 2000 ; Faccio et Lang 2002 ; Ben-Nasr et *al.* 2015), la différence entre le pourcentage de contrôle et le pourcentage d'intérêt du premier actionnaire (W1) et celui des deux premiers actionnaires (W12). Nous avons retenu également la différence entre le pourcentage de contrôle et le pourcentage d'intérêt du premier actionnaire (W1) et des deux premiers actionnaires (W12) divisé respectivement par les droits de vote du premier et des deux premiers actionnaires (W1R) et (W12R). Par exemple, si V1 et V12 correspondent au pourcentage de droits de vote du premier et des deux premiers actionnaires, et que C1 et C12 correspondent au pourcentage d'intérêt du premier et des deux premiers actionnaires, alors  $W1R = V1 - C1 / V1$  et  $W12R = V12 - C12 / V12$ . Les résultats obtenus avec ces différentes mesures sont sensiblement les mêmes. Afin de mieux mettre en évidence l'influence de l'amplitude du *wedge* sur la maturité de la dette, nous avons retenu dans notre échantillon uniquement les firmes dont l'écart est différent de 0. Ce qui nous amène à un échantillon de 369 entreprises-années, soit 123 sociétés contre 501 entreprises-années dans les régressions précédentes. Les résultats des régressions conduites à partir du *wedge* figurent dans le tableau 8.

**Tableau 8 - Régressions à partir de la variable *wedge***

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	MD1	MD1	MD1	MD1	MD3	MD3	MD3	MD3
W1	-0.414** (-2.15)				-0.209* (-1.93)			
W1R		-13.95* (-1.96)				-5.787* (-1.67)		
W12			-0.398** (-2.27)				-0.273*** (-2.82)	
W12R				-13.73 (-1.56)				-8.106** (-2.05)
ACT12	0.588 (1.33)	0.448 (1.04)	0.647 (1.43)	0.468 (1.07)	0.556*** (3.06)	0.487*** (2.70)	0.619*** (3.36)	0.496*** (2.75)
ACT12CARRE	-0.00417 (-1.12)	-0.00339 (-0.93)	-0.00480 (-1.27)	-0.00359 (-0.97)	-0.00482*** (-3.02)	-0.00444*** (-2.77)	-0.00538*** (-3.33)	-0.00454*** (-2.84)
END	2.684*** (5.09)	2.734*** (5.23)	2.751*** (5.37)	2.786*** (5.38)	0.532* (1.76)	0.567* (1.90)	0.550* (1.88)	0.579* (1.96)
Z	-0.428*** (-4.66)	-0.431*** (-4.74)	-0.433*** (-4.65)	-0.431*** (-4.67)	-0.182*** (-4.19)	-0.183*** (-4.21)	-0.189*** (-4.27)	-0.186*** (-4.22)
OP	7.964*** (3.59)	8.289*** (3.82)	8.008*** (3.63)	8.167*** (3.72)	2.353 (1.56)	2.529* (1.72)	2.301 (1.51)	2.435 (1.63)
TA	1.131 (0.31)	0.915 (0.25)	0.878 (0.24)	0.778 (0.21)	4.612** (2.44)	4.461** (2.36)	4.561** (2.44)	4.462** (2.36)
MA	0.0528 (0.49)	0.0512 (0.47)	0.0428 (0.39)	0.0476 (0.44)	0.0519 (0.98)	0.0522 (0.99)	0.0431 (0.82)	0.0480 (0.90)
VR	-16.83** (-2.14)	-16.53** (-2.12)	-16.67** (-2.11)	-16.12** (-2.05)	0.627 (0.18)	0.834 (0.24)	0.565 (0.16)	0.965 (0.28)
PDG	8.348*** (2.79)	7.832*** (2.61)	7.976*** (2.66)	7.622** (2.53)	1.646 (1.13)	1.350 (0.92)	1.555 (1.07)	1.295 (0.88)
IND	0.0868 (1.26)	0.0837 (1.22)	0.0845 (1.23)	0.0822 (1.20)	-0.0497 (-1.47)	-0.0520 (-1.55)	-0.0494 (-1.48)	-0.0515 (-1.54)
_cons	-20.85 (-1.01)	-16.18 (-0.79)	-22.10 (-1.08)	-17.37 (-0.85)	-9.946 (-0.94)	-8.025 (-0.75)	-10.78 (-1.02)	-7.882 (-0.73)
R <sup>2</sup>	0.251	0.251	0.251	0.249	0.181	0.179	0.188	0.181
N	369	369	369	369	369	369	369	369
F	12.48	12.45	12.24	12.12	9.064	9.424	9.155	9.483

Les signes \*\*\*, \*\*, \* indiquent une significativité au seuil de 1%, 5% et 10%, respectivement.

Avec : W1 la différence entre le pourcentage des droits de vote et le pourcentage d'intérêt du premier actionnaire ; W12 la différence entre le pourcentage des droits de vote et le pourcentage d'intérêt des deux premiers actionnaires. W1R et W12R respectivement l'écart W1 et W12 divisé par le pourcentage des droits de vote du premier et des deux premiers actionnaires;



ACT1 et ACT12 respectivement le pourcentage des droits de vote du premier et des deux premiers actionnaires; PDG une variable binaire qui prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon ; IND le pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du conseil ; END le ratio dette total / total actif ; TA le logarithme du total actif ; OP le ratio valeur de marché de la société / total actif ; MA le ratio actifs immobilisés / total actif ; Z le Z score d'Altman ; VR le ratio écart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / total actif ; cons est la constante de la régression.

Les résultats des régressions conduites à partir du *wedge* mettent en évidence un lien négatif et linéaire entre *wedge* et la maturité de la dette. Nous précisons que nous avons testé des relations non linéaires. Ces tests ne sont pas significatifs. Ces résultats montrent que lorsque l'écart entre le pourcentage de contrôle et le pourcentage d'intérêt augmente, la maturité de la dette diminue. Traduisant ainsi plus d'utilisation de dette à court terme par la firme lorsque le conflit d'agence de type II serait important. On peut penser que l'importance de l'écart entre le droit de vote et le droit aux intérêts incite les actionnaires minoritaires à plus de surveillance afin d'éviter l'expropriation. Cette surveillance se traduit par un contrôle complémentaire par la dette à court terme. Ce lien négatif peut traduire également un signal de l'actionnaire de contrôle de son intention de limiter l'expropriation.

### **Conclusion**

Notre recherche a pour objectif d'étudier le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette. Nos résultats sont issus d'un échantillon de 167 sociétés de l'indice Euronext et du marché libre sur la période 2011 à 2013.

Nos résultats mettent en évidence une relation non linéaire et significative en forme de U inversé pour la concentration de l'actionnariat, mais aussi pour l'actionnariat dirigeant et familial. La maturité de la dette augmente dans un premiers temps jusqu'au seuil de 56 % des droits de vote pour la concentration de l'actionnariat, 15 % pour l'actionnariat dirigeant, et 44 % pour l'actionnariat familial, puis diminue dans un second temps au-delà de ces seuils. Ces résultats semblent indiquer que le contrôle par la dette à court terme s'exerce pour les niveaux faibles et élevés de détention du capital.

Si nos résultats montrent qu'il existe un lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette, nous apportons également des éléments de réponses dans notre article quant à l'utilisation de la dette à court terme comme mécanisme disciplinaire face aux autres mécanismes traditionnels de gouvernance tels que la structure de l'actionnariat.

Concernant la concentration de l'actionnariat, les résultats vont dans le sens de nos hypothèses sur le lien entre concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Ils mettent en évidence dans une certaine mesure que jusqu'à un certain niveau de concentration de l'actionnariat, la dette à court terme peut se substituer aux autres mécanismes de gouvernance, puis au-delà, la dette à court terme agirait comme un mécanisme complémentaire aux autres mécanismes de gouvernance. En outre, nos résultats mettent en évidence l'influence du deuxième actionnaire sur la maturité de la dette. Il est lié également en forme de U inversé. La maturité de la dette augmente jusqu'au seuil de 13% des droits de vote du deuxième actionnaire, puis au-delà, elle diminue. Ainsi, lorsque le deuxième actionnaire détient plus de 13% des droits de vote, cela conduit les deux principaux actionnaires à agir de concert en exerçant un contrôle complémentaire par la dette à court terme.

Pour ce qui est de la nature de l'actionnariat, à savoir l'actionnariat dirigeant et familial, nos résultats vont également dans le sens de nos hypothèses, et nous amène à penser que la dette à court terme permet de limiter l'enracinement du dirigeant, ainsi que celui de l'actionnariat familial.

En ce qui concerne l'actionnariat financier, les résultats vont dans le sens contraire à notre hypothèse. Le lien avec la maturité de la dette est positif. La dette à court terme n'est donc pas utilisée comme un mécanisme disciplinaire par les actionnaires financiers. En effet, nos résultats vont dans le sens d'un effet de substitution du mécanisme de contrôle de la dette à court terme, par la présence de ces types d'actionnaires.

Cependant, notre étude présente des limites qui constitueront des perspectives de recherche. Il pourrait convenir d'étudier d'autres types d'actionnaires comme les salariés ou les industriels. Le conseil de direction par ses caractéristiques exerce également un rôle de contrôle dont on pourrait étudier l'influence sur la maturité de la dette.

## Bibliographie

- Agrawal, A., et Knoeber, C.R. (1998). Managerial Compensation and the Threat of Takeover, *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 2, p. 219-239.
- Aguilera, R.V., Filatotchev, I., Gospel, H., et Jackson, G. (2008). An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities, *Organization Science*, vol. 19, n° 3, p. 475-492.
- Anderson, R.C., et Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1327.
- Arslan, Ö., et Karan, M.B. (2006). Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: a panel study of an emerging market, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 14, n° 4, p. 312-324.
- Barclay, M.J., Marx, L.M., et Smith Jr, C.W. (2003). The Joint Determination of Leverage and Maturity, *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, n° 2, p. 149-167.
- Barclay, M.J., Marx, L.M., et Smith Jr, C.W. (1997). Leverage and Maturity as Strategic Complement, *Working Paper*, University of Rochester.
- Barclay, M.J., et Smith Jr, C.W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt, *Journal of Finance*, vol. 50, n° 2, p. 609-631.
- Beneish, M.D. (1997). Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance, *Journal of Accounting & Public Policy*, vol. 16, n° 3, p. 271-309.
- Benmelech, E. (2006). Managerial Entrenchment and Debt Maturity: Theory and Evidence, *Working Paper*, Harvard University.
- Ben-Nasr, H., Boubaker, S., et Rouatbi, W. (2015). Ownership Structure, Control Contestability, and Corporate Debt Maturity, *Journal of Corporate Finance*, vol. 35, p. 265-285.
- Berger, P.G., Ofek, E., et Yermack, D.L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, p. 1411-1438.
- Brockman, P., Martin, X., et Unlu, E. (2010). Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt, *Journal of Finance*, vol. 65, n° 3, p. 1123-1161.
- Burns, N., Kedia, S., et Lipson, M. (2010). Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting, *Journal of Corporate Finance*, vol. 16, n° 4, p. 443-455.
- Bushee, B.J. (1998). The Influence of Institutional Investors in Myopic R&D Investment Behavior, *Accounting Review*, vol. 73, n° 3, p. 305-333.

- Charreaux, G. (1996). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, *Revue française de gestion*, n° 107, p. 50-64.
- Claessens, S., Djankov, S., et Lang, L.H.P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 81-112.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M.A.I., et Raman, K. (2005). Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt, *Journal of Finance*, vol. 60, n° 5, p. 2333-2350.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law & Economics*, vol. 26, n° 2, p. 375-390.
- Demsetz, H., et Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.
- Diamond, D.W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy*, vol. 99, n° 4, p. 689-721.
- Faccio, M., et Lang, L.H.P. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Fama, E., et Jensen, M. (1983). The Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325.
- Flannery, M.J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *Journal of Finance*, vol. 41, n° 1, p. 19-37.
- García-Teruel, P., et Martínez-Solano, P. (2010). Ownership Structure and Debt Maturity: New Evidence from Spain, *Review of Quantitative Finance & Accounting*, vol. 35, n° 4, p. 473-491.
- Gomez-Mejia, L.R., Nuñez-Nickel, M., et Gutierrez, I. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts, *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 1, p. 81-95.
- Grossman, S.J., et Hart, O.D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. in J. McCall (éd.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press.
- Guney, Y., et Ozkan, A. (2005). New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions, *Applied Financial Economics Letters*, vol. 1, n° 4, p. 233-238.
- Hajiha, Z., et Akhlaghi, H.A. (2011). Ownership Structure and Debt Maturity Structure: An Empirical Study on Iranian Firms, *Middle-East Journal of Scientific Research*, vol. 9, n° 6, p. 814-825.

- Hart, O., et Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management, *American Economic Review*, vol. 85, n° 3, p. 567-585.
- Haw, I.-M., Hu, B., Hwang, L.-S., et Wu, W. (2004). Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, n° 2, p. 423-462.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- Jensen, M.C., et Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Johnson, S.A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *Review of Financial Studies*, vol. 16, n° 1, p. 209-236.
- Laeven, L., et Levine, R. (2008). Complex Ownership Structures and Corporate Valuations, *Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 2, p. 579-604.
- Lee, Y.-C., et Chang, W.-H. (2013). How Controlling Shareholders Impact Debt Maturity Structure in Taiwan, *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 24, n° 2, p. 99-139.
- Marchica, M.-T. (2008). On the Relevance of Ownership Structure in Determining the Maturity of Debt, *Working Paper*, University of Manchester.
- Marchica, M.-T. (2011). Corporate Debt Maturity and Monitoring by Institutional Investors, *Working Paper*, University of Manchester.
- Mard, Y., et Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français, *Comptabilité – Contrôle – Audit*, vol. 18, n° 3, p. 11-42.
- Mard, Y., Marsat, S., et Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français, *Finance Contrôle Stratégie*, [En ligne] vol. 17, n° 4.
- Maury, B., et Pajuste, A. (2005). Multiple Large Shareholders and Firm Value, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, n° 7, p. 1813-1834.
- McCahery, J.A., Sautner, Z., et Starks, L.T. (2015). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Journal of Finance*, *forthcoming*.
- Misangyi, V.F., et Acharya, A.G. (2014). Substitutes or Complements? A Configurational Examination of Corporate Governance Mechanisms, *Academy of Management Journal*, vol. 57, n° 6, p. 1681-1705.

- Morck, R., Shleifer, A., et Vishny, R.W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.
- Morris, J.R. (1976). A Model for Corporate Debt Maturity Decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 11, n° 3, p. 339-357.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 2, p. 147-175.
- Ozkan, A. (2002). The Determinants of Corporate Debt Maturity: Evidence from UK firms, *Applied Financial Economics*, vol. 12, n° 1, p. 19-24.
- Porter, M.E., et Wayland, R. (1992). Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. (cover story), *Harvard Business Review*, vol. 70, n° 5, p. 65-82.
- Rajan, R., et Winton, A. (1995). Covenants and Collateral as Incentives to Monitor, *Journal of Finance*, vol. 50, n° 4, p. 1113-1146.
- Rediker, K.J., et Seth, A. (1995). Board of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanism, *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 2, p. 85-99.
- Rosenstein, S., et Wyatt, J.G. (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n° 2, p. 175-191.
- Scherr, F.C., et Hulburt, H.M. (2001). The Debt Maturity Structure of Small Firms, *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, vol. 30, n° 1, p. 85-111.
- Séverin, E. (2009). Focus on The Choice of Debt Maturity, *Bankers Markets & Investors*, n° 101, p. 49-58
- Shleifer, A., et Vishny, R.W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, p. 461-488.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n° 1, p. 3-27.
- Stulz, R.M. (2000). Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective, *Working Paper*, Ohio State University.
- Tosi, H.L. (2008). Quo Vadis? Suggestions for Future Corporate Governance Research, *Journal of Management & Governance*, vol. 12, n° 2, p. 153-169.
- Tosi, H.L., Katz, J.P., et Gomez-Mejia, L.R. (1997). Disaggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making, *Academy of Management Journal*, vol. 40, n° 3, p. 584-602.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, vol. 48, n° 4, p. 817-838.

Yuan, D., Hua, Z., et Junxi, Z. (2007). Private vs State Ownership and Earnings Management: evidence from Chinese listed companies, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n° 2, p. 223-238.





## Chapitre 2

# L'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette : une étude internationale

### Résumé

Cet article examine la relation entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette. Nous étudions particulièrement l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette. L'échantillon est issu de 17 pays européens de l'indice STOXX Europe 600 sur la période 2005-2014. Nos résultats montrent que la gestion des résultats, aussi bien par les *accruals* discrétionnaires que par la gestion réelle, a un effet négatif sur la dette à long terme dans la structure de dette des firmes. Dans une analyse additionnelle, nous observons que le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil. Ce résultat suggère que le système de droit commun, avec une meilleure protection des créanciers tend à compenser la faiblesse de la qualité de l'information financière des emprunteurs.

Article en révision dans la revue *Comptabilité-Contrôle-Audit*

Co-auteurs : Yves MARD (Professeur à l'université Clermont Auvergne)

Éric SÉVERIN (Professeur à l'université de Lille 1)

## Introduction

La littérature met en évidence l'importance de la qualité de l'information financière afin d'obtenir de bonnes conditions d'emprunt (Ahmed et *al.* 2002 ; Francis et *al.* 2005 ; Bharath et *al.* 2008 ; Costello et Wittenberg-Moerman, 2011). Cette relation se base sur l'idée que la qualité de l'information financière est un moyen de réduire l'asymétrie d'information en améliorant les contrats et la surveillance (Healy et Palepu, 2001). Par exemple, Ahmed et *al.* (2002); Francis et *al.* (2005) montrent que la qualité de l'information financière contribue à réduire le coût de la dette. Bharath et *al.* (2008) mettent en évidence qu'elle permet de réduire les exigences en garanties. Costello et Wittenberg-Moerman (2011) montrent que les prêteurs réduisent l'utilisation de covenant en présence d'une bonne qualité d'information comptable. García-Teruel et *al.* (2014) examinent l'effet de la qualité de l'information comptable sur le crédit fournisseur à partir d'un échantillon de petites et moyennes entreprises en Espagne. Les auteurs montrent que les entreprises qui ont une bonne qualité d'information comptable accèdent à plus de crédit fournisseur. García-Teruel et *al.* (2014) analysent également les effets de la qualité des *accruals* dans l'accès à la dette bancaire pour les petites et moyennes entreprises en Espagne. Les auteurs trouvent une relation positive entre la qualité des *accruals* et la dette bancaire.

Si les études empiriques antérieures ont étudié le rôle de la qualité de l'information financière dans les contrats de prêts tels que le coût de la dette, l'exigence de garantie ou encore l'accès à la dette bancaire, il demeure encore peu d'études sur la relation entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette. On peut toutefois citer les travaux de Bharath et *al.* (2008) et García-Teruel et *al.* (2010). À partir des *accruals* discrétionnaires comme mesure de la qualité de l'information financière, ces deux auteurs montrent qu'une bonne qualité d'information comptable est associée à la dette à long terme. Ainsi, afin de prolonger ces études antérieures, nous examinons dans notre article, l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette au travers des *accruals* discrétionnaires et la gestion réelle des résultats. Nous examinons en outre si le système juridique des pays influence l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette.

Puisque les états financiers représentent une source d'information importante pour les prêteurs, la qualité de l'information comptable impacte l'estimation des flux futurs de trésorerie à partir desquels la dette sera remboursée (Bharath et *al.* 2008). Par conséquent, le durcissement des contrats de prêts en présence d'une faible qualité d'information comptable des emprunteurs, reflète une compensation par les prêteurs du risque lié à la qualité de l'information (Easley et *al.* 2002 ; Easley et O'Hara 2003 ; Francis et *al.* 2005 ; Bharath et *al.* 2008). Dans la même veine, El Ghoul et *al.* (2016) avancent que puisque les informations erronées sur la firme accroissent l'asymétrie d'information des prêteurs, ces derniers répondent par plus de surveillance en refusant d'allonger la maturité de la dette. Ainsi, une bonne qualité d'information financière peut contribuer à obtenir des bonnes conditions d'emprunt telles que des dettes à long terme. En outre, le système juridique de droit commun offre une meilleure protection aux créanciers par rapport au système juridique de droit civil (La Porta et *al.* 1998). Ce qui suggère que les pays de droit commun utiliseraient plus de capitaux extérieurs et de dette à long terme (Demirguc-Kunt et Maksimovic 1999 ; Fan et *al.* 2012). De plus, Leuz et *al.* (2003) montrent que la gestion des résultats est plus faible dans les pays avec une meilleure protection des investisseurs par rapport aux pays dont le système juridique est de droit civil. D'une part, une meilleure protection des investisseurs tend à réduire les activités de gestion des résultats, et, d'autre part, ces pays ont plus de dette à long terme. Par conséquent, nous examinons également si l'effet négatif de la gestion des résultats sur la maturité de la dette dépend du système juridique.

Afin de tester empiriquement nos hypothèses, nous utilisons un échantillon 3763 observations issues de sociétés européennes à partir de l'indice STOXX Europe 600 sur la période 2005 à 2014. L'indice STOXX Europe 600 est composé de 17 pays européens. La gestion des résultats est fréquemment utilisée comme mesure de la qualité de l'information financière dans la littérature (Bhattacharya et *al.* 2003; Francis et *al.* 2005; An et *al.* 2016). Nous utilisons comme mesure de la gestion des résultats les *accruals* discrétionnaires et la gestion réelle des résultats (Roychowdhury, 2006). Nous utilisons deux modèles pour le calcul des *accruals* discrétionnaires : le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et *al.* (1995) ainsi que le modèle développé par Kothari et *al.* (2005). Afin d'examiner si le système juridique des pays influence l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette, nous

estimons nos modèles à partir de sous-échantillons. Un échantillon composé des sociétés appartenant aux pays de droit commun et un échantillon composé des sociétés appartenant aux pays de droit civil.

Il ressort de notre étude que la gestion des résultats a un effet négatif sur la dette à long terme dans la structure de maturité de la dette des firmes. Ce résultat suggère qu'une bonne qualité d'information financière, par la réduction de l'asymétrie d'information, contribue à obtenir des bonnes conditions d'emprunt telles que des maturités de dette longues. Nos résultats montrent également que le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil. Ce résultat suggère que la bonne protection des créanciers tend à compenser la faiblesse de la qualité de l'information financière des emprunteurs.

Notre étude contribue à la littérature qui examine la relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette en deux points. Premièrement, les études antérieures (Bharath et *al.* 2008 ; García-Teruel et *al.* 2010) examinent le rôle de la qualité des *accruals* dans la maturité de la dette. Nous prolongeons ces études antérieures en montrant que la gestion réelle des résultats a également un effet négatif sur la dette à long terme dans la structure de maturité de la dette des firmes. À notre connaissance, la relation entre la gestion réelle des résultats et la maturité de la dette n'a pas encore été explorée. Ce résultat corrobore l'argument de Roychowdhury (2006) qui avance que les manipulations de l'activité réelle peuvent réduire la valeur de la firme. Deuxièmement, notre étude met en exergue pour la première fois que le lien négatif entre la gestion des résultats et la maturité de la dette ne tient que dans les pays de droit civil où la protection des créanciers est plus faible par rapport aux pays de droit commun. Par ailleurs, contrairement aux études antérieures, notre recherche analyse l'effet de la qualité de l'information comptable sur la maturité de la dette en utilisant un échantillon international. En somme, aussi bien les *accruals* discrétionnaires que les activités de gestion réelle des résultats ont un effet négatif sur la dette à long terme, et cette relation est atténuée par une forte protection des créanciers.

Le reste de l'article est organisé comme suit. La section 1 présente la revue de la littérature et les hypothèses. La section 2 décrit la méthodologie et les données utilisées dans cette étude. La section 3 présente les résultats. Enfin, nous concluons.

## **1. Revue de littérature et hypothèses**

### **1.1. L'effet de la qualité de l'information financière sur la maturité de la dette**

Le lien entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette a été peu étudié dans la littérature. Ce lien peut s'expliquer par le rôle important que joue la qualité de l'information financière dans la réduction de l'asymétrie d'information. Par exemple, à partir d'un échantillon de sociétés américaines, Bharath et *al.* (2008) examinent comment la qualité de l'information comptable, mesurée par la qualité des *accruals*, affecte le choix des emprunteurs entre la dette bancaire et la dette obligataire. Les auteurs examinent également comment la conception des contrats de prêts varie en fonction de la qualité de l'information comptable dans les marchés de la dette bancaire et obligataire. Les résultats de cette étude montrent que les emprunteurs qui ont une faible qualité d'information comptable sont plus susceptibles de choisir la dette bancaire. Les auteurs suggèrent que les banques ont plus d'accès à l'information et une capacité de traitement qui permet de réduire le coût de la sélection adverse pour les emprunteurs qui ont une faible qualité d'information comptable. Ils montrent également que pour la dette bancaire, les firmes qui ont une faible qualité d'information comptable font face à des taux d'intérêt élevés, des maturités de dette courtes, et une probabilité élevée à fournir des garanties. Tandis que dans le cas de la dette obligataire, le risque élevé lié à la faiblesse de la qualité de l'information comptable est entièrement reflété dans la marge d'intérêt. Les auteurs concluent que le durcissement des contrats de prêts en présence d'une faible qualité d'information comptable des emprunteurs, reflète une compensation par les prêteurs du risque lié à la qualité de l'information.

Dans un contexte de droit civil, García-Teruel et *al.* (2010) utilisent un échantillon de sociétés espagnoles afin d'étudier la relation entre la qualité de l'information comptable et la maturité de la dette. Les auteurs mesurent la qualité de l'information comptable par la qualité des *accruals*. Le résultat de cette étude montre que les firmes qui ont une faible qualité

d'information comptable ont plus de dette à court terme par rapport aux firmes qui ont une bonne qualité d'information comptable. Ce résultat suggère pour les auteurs qu'il convient pour les firmes d'améliorer la qualité de l'information comptable afin d'éviter les effets négatifs de l'asymétrie d'information dans leur accès à la dette à long terme.

À partir d'un échantillon de sociétés américaines, Fang et *al.* (2016) examinent dans le marché des prêts syndiqués, si la comparabilité des états financiers des emprunteurs affecte les contrats de prêts. Les auteurs montrent que les firmes qui ont une meilleure comparabilité des états financiers empruntent sur des maturités longues, et sont moins amenées à fournir des garanties par rapport aux firmes avec une faible comparabilité des états financiers. Ainsi, les prêteurs sont plus disposés à offrir des prêts à des conditions plus indulgentes, telles que des maturités longues et moins de garanties.

Notre hypothèse est conforme à celles de Bharath et *al.* (2008) ; García-Teruel et *al.* (2010) ; et Fang et *al.* (2016). Nous soutenons que l'asymétrie d'information, à savoir, la sélection adverse existe entre la firme et les prêteurs car la firme dispose d'une meilleure information sur sa capacité à rembourser sa dette. Puisque les états financiers sont une source importante d'information pour les prêteurs (Bharath et *al.* 2008), une mauvaise affectation des *accruals* dans les flux de trésorerie réduit le contenu informationnel du résultat (Bhattacharya, 2013), et par conséquent accentue l'asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs. Dès lors, une bonne qualité d'information financière réduit l'asymétrie d'information en améliorant les contrats et la surveillance (Bushman et Smith, 2001 ; Healy et Palepu, 2001 ; Bhattacharya et *al.* 2013).

La présence d'une asymétrie d'information issue de la faiblesse de la qualité de l'information comptable conduira les prêteurs à fixer des conditions d'emprunts qui permettent de couvrir le risque de défaut lié à la dette. La dette à long terme présente un grand risque de défaut (Flannery, 1986)<sup>3</sup>. Par conséquent, la réduction de la maturité de la dette reflète une compensation des prêteurs au risque lié à l'information (Bharath et *al.* 2008). En effet, la

---

<sup>3</sup> Dans le modèle de Flannery (1986), la dette à maturité longue est potentiellement sujette à un taux d'intérêt élevé et peut avoir un risque de défaut élevé.

dette à maturité courte permet aux créanciers de mieux surveiller les emprunteurs au travers de la renégociation (Demirguc-Kunt et Maksimovic 1999)<sup>4</sup>.

Puisqu'une bonne qualité d'information financière permet de réduire l'asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs, il est alors possible de faire l'hypothèse qu'une bonne qualité d'information financière, en réduisant l'asymétrie d'information, contribue à obtenir des maturités de dette longues. La gestion des résultats est couramment utilisée comme mesure de la qualité de l'information dans la littérature (Bhattacharya et al. 2003 ; Francis et al. 2005 ; An et al. 2016). Par conséquent, nous formulons notre hypothèse comme suit :

**H1:** *les firmes qui ont un niveau élevé de gestion des résultats devraient avoir moins de dette à long terme, ceteris paribus.*

## **1.2. Le rôle modérateur du système de droit commun**

La Porta et al. (1998) avancent que les pays de droit commun ont une meilleure protection des créanciers par rapport aux pays de droit civil. En effet, les auteurs construisent un indice mesurant la protection accordée aux créanciers en cas de redressement et de liquidation. Cet indice est constitué de quatre indicateurs : l'existence d'une suspension provisoire des poursuites ; la place occupée par les créanciers dans la hiérarchie des priorités de remboursement ; la possibilité pour le débiteur de se placer sous la protection d'une procédure de redressement ; et, la possibilité pour le dirigeant de rester à la tête de l'entreprise une fois la procédure enclenchée. À chaque indicateur est attribuée la valeur 1 ou 0. Puis, les scores sont agrégés pour obtenir un indice mesurant la protection accordée aux créanciers qui est compris entre 0 (faible protection des créanciers) et 4 (forte protection des créanciers). À titre d'illustration, la France avec le système de droit civil a obtenu la note de 0, en contradiction

---

<sup>4</sup> Demirguc-Kunt et Maksimovic (1999) affirment qu'une maturité de dette courte permet aux créanciers de vérifier fréquemment les décisions des firmes, et, si nécessaire, de varier les termes du contrat de financement avant une accumulation importante de pertes qui conduirait à un défaut.

avec le Royaume-Uni dans un système de droit commun, qui a obtenu la note de 4. Cet exemple indique qu'en cas de liquidation, les créanciers qui sont dans un système de droit commun sont plus susceptibles de recouvrer leurs créances par rapport au système de droit civil. Dès lors, nous affirmons qu'en cas de faible qualité d'information financière, une forte protection des créanciers se substituera à la dette à court terme comme moyen de contrôle des emprunteurs. Cet argument est conforme aux études antérieures. Par exemple, Hong et *al.* (2016) mettent en évidence que les covenants comptables sont plus répandus dans les pays qui ont une forte application des lois et une faible protection des créanciers. Les auteurs suggèrent que le droit des créanciers se substitue à l'utilisation des covenants. Christensen et *al.* (2016) dans la même veine, affirment que les contrats de prêts sont conçus pour compenser les faiblesses des droits de l'entreprise. Par conséquent, la réponse des prêteurs à une faible qualité d'information comptable, telle que des dettes à maturité courtes, sera moins importante dans les pays qui ont une forte protection des créanciers. Puisqu'il y a une meilleure protection des créanciers dans un système de droit commun par rapport à un système de droit civil (La Porta et *al.* 1998), nous supposons que l'impact de la gestion des résultats sur la maturité de la dette est faible dans les pays qui ont le système juridique de droit commun. Par conséquent, nous formulons notre seconde hypothèse comme suit :

**H2:** *le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil, ceteris paribus.*

## **2. Données et méthodologie**

### **2.1. Données**

Afin d'analyser le lien entre la gestion des résultats et la maturité de la dette, nous avons collecté nos données à partir de la base de données FACTSET. Nous utilisons un échantillon de sociétés européennes issu de l'indice STOXX Europe 600 sur la période 2005 à 2014. L'indice STOXX Europe 600 couvre les grandes, moyennes, et petites sociétés provenant de 17 pays européens. L'échantillon initial est constitué d'une observation de 6000 entreprises-années représentant 600 entreprises. Suivant les études antérieures sur la maturité de la dette,



nous excluons les sociétés financières (1400) car elles ont une activité spécifique. C'est à dire les sociétés qui ont des codes ICB compris entre 8000 et 8999. Nous éliminons également les sociétés qui ont des données financières manquantes ou incomplètes (837). Notre échantillon final est constitué de 3763 observations provenant de 17 pays européens sur la période 2005–2014.

Nous obtenons entre 346 et 405 observations entre 2005 et 2014 avec un faible écart type de 22,42. Le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne comptent pour plus de la moitié des observations de notre échantillon. Le Royaume-Uni représente 1051 observations (27,93 % de notre échantillon), la France 623 observations (16,56 % de notre échantillon), et l'Allemagne 448 observations (11,91 % de notre échantillon). Enfin, notre échantillon est constitué de 9 secteurs ICB. L'industrie (1062 observations, i.e., 28,22 % de notre échantillon), les biens de consommation (608 observations, i.e., 16,16 % de notre échantillon) et les services aux consommateurs (607 observations, i.e., 16,13 % de notre échantillon) représentent plus de la moitié de notre échantillon. La répartition de notre échantillon est présentée dans le tableau 1.

L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE :  
UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

**Tableau 1– répartition de l'échantillon**

Panel A : répartition de l'échantillon par pays		
Pays	Observations	%
Belgique	84	2,23
République tchèque	10	0,27
Danemark	116	3,08
Finlande	131	3,48
France	623	16,56
Allemagne	448	11,91
Grèce	11	0,29
Irlande	50	1,33
Italie	151	4,01
Hollande	217	5,77
Norvège	81	2,15
Autriche	27	0,72
Portugal	30	0,80
Espagne	162	4,31
Suède	268	7,12
Suisse	303	8,05
Royaume-Uni	1,051	27,93
Total	3763	100
Panel B : répartition de l'échantillon par années		
Années	Observations	%
2005	346	9,19
2006	351	9,33
2007	353	9,38
2008	365	9,70
2009	369	9,81
2010	385	10,23
2011	391	10,39
2012	392	10,42
2013	406	10,79
2014	405	10,76
Total	3763	100
Panel C : répartition de l'échantillon par secteur ICB		
Secteurs	Observations	%
ICB 0001 (Pétrole et Gaz)	168	4,46
ICB 1000 (Matériaux de base)	381	10,12
ICB 2000 (Industriel)	1,062	28,22
ICB 3000 (Bien de consommation)	608	16,16
ICB 4000 (Santé)	345	9,17
ICB 5000 (Services aux consommateurs)	607	16,13
ICB 6000 (Télécommunications)	156	4,15
ICB 7000 (Services aux collectivités)	241	6,40
ICB 9000 (Technologie)	195	5,18
Total	3763	100,00

## 2.2. Mesure des variables et statistiques descriptives

### 2.2.1. Mesure de la maturité de la dette

Suivant les études antérieures (Demirguc-Kunt et Maksimovic 1999 ; García-Teruel et al. 2010 ; El Ghouli et al. 2016 ; Ben-Nasr et al. 2015), nous mesurons la maturité de la dette au travers de la part de la dette à plus d'un an dans la dette totale. Les statistiques descriptives du tableau 2 font ressortir une moyenne de la part de la dette à long terme dans la dette totale de 74 %.

### 2.2.2. Mesure de la gestion des résultats

Nous adoptons à partir de la littérature deux modèles d'estimation de la gestion des résultats : les *accruals* discrétionnaires et les activités de gestion réelle du résultat. Les *accruals* discrétionnaires reflètent une mesure de la gestion comptable des résultats effectuée à partir du choix et des modalités d'application des méthodes comptables. Nous utilisons deux mesures des *accruals* discrétionnaires. La première mesure (*abs\_J*) est développée par Jones (1991) et modifiée par Dechow et al. (1995) (1). La seconde mesure (*abs\_Kot*) a été développée par Kothari et al. (2005) (2). Les deux modèles sont définis comme suit :

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta CC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Avec, pour l'année t et la firme i,

$ACC_{i,t}$  (accruals totaux) = résultat net<sub>i,t</sub> – flux de trésorerie<sub>i,t</sub>

$TA_{i,t-1}$  = le total des actifs en t-1

$\Delta REV_{i,t}$  = la variation du chiffre d'affaires entre t-1 et t

$\Delta AR_{i,t}$  = la variation des créances clients entre t-1 et t

$PPE_{i,t}$  = le montant des immobilisations corporelles brutes en t

$ROA_{i,t-1}$  = le taux de rentabilité des actifs en t-1

$\varepsilon_{i,t}$  = le terme d'erreur, est une estimation des *accruals* discrétionnaires.

Concernant la gestion réelle des résultats, nous utilisons le modèle de Roychowdhury (2006). L'auteur suggère que la gestion réelle des résultats peut être mise en place au travers de trois activités réelles : les ventes (3), les dépenses discrétionnaires (4) et les coûts de production (5). Premièrement, les dirigeants peuvent manipuler les ventes en consentant des remises ou des conditions de crédit plus souples. Par conséquent, cette manipulation augmente temporairement le volume des ventes. Il en résulte alors de cette manipulation un faible niveau des flux de trésorerie d'exploitation dans une période normale. Deuxièmement, les dirigeants peuvent également réduire les dépenses discrétionnaires telles que la recherche et le développement, et les dépenses publicitaires. La réduction des dépenses discrétionnaires entraîne alors une augmentation du résultat. Troisièmement, afin de gérer les résultats à la hausse, les dirigeants peuvent produire plus de biens que nécessaire. Avec un niveau de production élevé, les coûts fixes par unité seront réduits. Par conséquent, cette surproduction entraînera une augmentation du résultat. Les trois modèles que nous utilisons sont par conséquent définis comme suit :

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\frac{DX_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{S_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Avec, pour l'année  $t$  et la firme  $i$ ,

$CFO_{i,t}$  = les flux de trésorerie d'exploitation en  $t$

$DX_{i,t}$  = les dépenses discrétionnaires en  $t$ , définies comme la somme des dépenses publicitaires, de recherche et de développement, et les frais généraux et administratifs

$PROD_{i,t}$  = les coûts de production en  $t$ , définis comme la somme des coûts des ventes et la variation des stocks

$TA_{i,t-1}$  = le total des actifs en  $t-1$

$S_{i,t}$  = les ventes en  $t$

$S_{i,t-1}$  = les ventes en  $t-1$

$\Delta S_{i,t}$  = la variation du chiffre d'affaires entre  $t-1$  et  $t$

$\Delta S_{i,t-1}$  = la variation du chiffre d'affaires entre  $t-2$  et  $t-1$

$\varepsilon_{i,t}$  = le terme d'erreur, est une estimation du niveau anormal des flux de trésorerie d'exploitation (CFO), des dépenses discrétionnaires (DX) et des coûts de production (PROD).

Les coefficients des modèles sont estimés pour chacun des neuf secteurs, comme présenté dans le tableau 1. Nous testons nos hypothèses à partir de la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires et des modèles de gestion réelle des résultats. La valeur absolue de ces mesures permet de capter le niveau de gestion des résultats aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Ainsi, plus la valeur absolue de ces mesures est élevée, et plus la qualité de l'information comptable est faible.

### 2.2.3. Variables de contrôle

Nous contrôlons les caractéristiques de la firme qui pourraient affecter le choix de la maturité de la dette conformément à la littérature. Afin de contrôler l'effet de la qualité de crédit (Diamond, 1991), nous utilisons la taille de la firme mesurée comme le logarithme du total actif (SIZE). Afin de prendre en compte la relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette mise en évidence par Diamond (1991), nous incluons également la taille au carré (SIZEsq). Comme Brockman et *al.* (2010) nous contrôlons également la solidité financière par le Z score d'Altman (Z). Nous utilisons une variable binaire du Z score qui

prend la valeur 1 si le résultat du score est supérieur à 1,81 et 0 sinon. Diamond (1991) suggère également que les firmes avec un niveau d'endettement élevé font face à un important risque de liquidité. Par conséquent, ces firmes devraient préférer la dette à long terme. Nous contrôlons le niveau d'endettement (LEV) par le ratio dette totale divisée par le total actif. Myers (1977) suggère que les problèmes de sous-investissement peuvent être éliminés en réduisant la maturité de la dette. Par conséquent, toutes choses étant égales par ailleurs, les firmes qui ont des opportunités de croissance élevées préfèrent la dette à court terme. Notre mesure d'opportunité de croissance est le *Market-to-Book ratio* (MB). Ce ratio est égal à la valeur de marché de la firme divisée par le total actif. Myers (1977) suggère également que les firmes avec une maturité d'actif élevée devraient avoir une proportion importante de dette à long terme dans leur structure de capital. Suivant Datta et *al.* (2005), nous définissons la maturité de l'actif (AM) comme suit : ratio d'immobilisation corporelle brut divisé par le total actif et multiplié par le ratio d'immobilisation corporelle brut divisé par les dotations aux amortissements, plus, le ratio d'actif courant divisé par le total actif et multiplié par le ratio d'actif courant divisé par le coût des produits vendus. Suivant l'hypothèse du signal (Flannery, 1986), les firmes de bonne qualité préfèrent la dette à court terme afin de signaler leurs qualités internes. Pour mesurer cet effet, nous utilisons la variable *Abnormal earning* (AE) mesurée comme le ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. Johnson (2003) affirme que la probabilité de rembourser la dette diminue lorsque les firmes ont une forte volatilité de trésorerie. Par conséquent, les firmes qui ont une forte volatilité de trésorerie préfèrent la dette à long terme. Puisqu'une forte volatilité de trésorerie peut être associée à un risque de crédit, nous contrôlons cet effet par la variable écart type du ROA (S\_ROA) sur les cinq dernières années. Le ROA est défini comme le ratio EBITDA sur total actif. La littérature antérieure met en évidence un lien entre la gouvernance d'entreprise et la maturité de la dette Datta et *al.* 2005 ; García-Teruel et *al.* 2010 ; Ben-Nasr et *al.* 2015). Par conséquent, nous contrôlons l'influence de la gouvernance par le score de gouvernance fourni par la base de données *Datastream* (CG). Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. Le tableau 2 présente les statistiques descriptives de nos variables.

L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE :  
UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

---

**Tableau 2 – Statistiques descriptives**

	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Ecart-type	p25	p75
abs_J	0,0364	0,0238	0,4503	0,0000	0,0441	0,0105	0,0456
abs_Kot	0,0362	0,0235	0,4508	0,0000	0,0436	0,0106	0,0450
abs_CFO	0,0517	0,0376	0,3813	0,0000	0,0515	0,0177	0,0677
abs_PROD	0,1221	0,0880	0,9937	0,0000	0,1212	0,0432	0,1601
abs_DX	0,1066	0,0730	0,9740	0,0000	0,1192	0,0298	0,1383
DM	0,7412	0,8209	1,0000	0,0000	0,2512	0,6530	0,9196
LEV	0,2507	0,2422	0,9853	0,0000	0,1590	0,1361	0,3510
CG	61,1840	66,9850	97,3300	1,9700	24,8673	43,1050	82,1900
SIZE	3,7637	3,7301	5,5699	0,7976	0,6741	3,3083	4,2413
Z	3,4381	2,5378	68,5607	-3,4267	3,6981	1,7479	3,7581
AM	9,9003	6,3246	66,9473	0,0458	10,0181	2,6402	13,8669
stdROA	0,0232	0,0155	0,5130	0,0000	0,0292	0,0091	0,0274
AE	0,1042	0,0890	2,8219	-0,8756	0,1075	0,0626	0,1247
MB	1,2996	0,8841	71,5210	0,0155	1,9585	0,5395	1,5384

Ce tableau représente les statistiques descriptives de notre échantillon. L'échantillon comprend 3763 observations entre 2005 et 2014, collectées à partir de la base de données FACTSET. **abs\_J** est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). **abs\_Kot** la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). **abs\_CFO**, **abs\_PROD** et **abs\_DX** sont respectivement les valeurs absolues des niveaux anormaux de flux de trésorerie d'exploitation, des coûts de production et des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006). **DM**, le ratio dette à plus d'un an / total dette. **LEV**, le ratio dette totale / total actif. **CG** est le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. **SIZE**, le logarithme du total actif. **Z**, le score d'Altman. **AM**, le ratio de maturité d'actif:  $(\text{immobilisation corporelle brute} / \text{total actif}) \times (\text{immobilisation corporelle brute} / \text{dotations aux amortissements}) + (\text{actif courant} / \text{total actif}) \times (\text{actif courant} / \text{coût des produits vendus})$ . **stdROA**, l'écart type du ROA sur les cinq dernières années. **AE**, la variable *abnormal earnings* qui correspond au ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. **MB**, le ratio *Market-to-Book* qui correspond au ratio: valeur de marché de la firme / total actif.

### 2.3. Spécification du modèle

Les firmes choisissent simultanément un niveau d'endettement et de maturité de la dette (Johnson, 2003). Dès lors, l'utilisation d'une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires peut biaiser l'estimation des coefficients de notre régression. Par conséquent, afin de tester notre hypothèse d'un lien négatif entre la gestion des résultats et la maturité de la dette, nous estimons un système d'équations simultanées entre le niveau d'endettement et la maturité de la dette. Suivant Brockman et *al.* (2010), nous utilisons le GMM (*generalized method of moments*) pour estimer les coefficients de notre système d'équation car les modèles GMM améliorent les estimations par rapport aux modèles en doubles moindres carrés (El Ghoul et *al.* 2016). Notre modèle d'équations simultanées s'écrit alors comme suit<sup>5</sup> :

$$LEV = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE + \alpha_2 MB + \alpha_3 FAR + \alpha_4 PRO + \alpha_5 AE + \alpha_6 stdROA + \alpha_7 OL + Effets Fixes + \mu, \quad (1)$$

$$DM = \alpha_0 + \alpha_1 LEV + \alpha_2 EM + \alpha_3 CG + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 SIZEsq + \alpha_6 Z + \alpha_7 MB + \alpha_8 AM + \alpha_9 stdROA + \alpha_{10} AE + Effets Fixes + \mu, \quad (2)$$

Les systèmes d'équations (1) (2) testent nos hypothèses. La variable dépendante dans la première équation est l'endettement (LEV), mesurée par la dette totale divisée par le total actif. La maturité de la dette (DM) est la variable dépendante dans la seconde équation. Les variables indépendantes sont le logarithme du total actif (SIZE) et son carré (SIZEsq) ; le ratio *Market-to-Book ratio* (MB) qui correspond à la valeur de marché de la firme divisée par le total actif; le ratio d'actif fixe (FAR), mesuré par les immobilisations corporelles nettes divisées par le total actif ; la profitabilité (PRO), mesurée par le ratio EBITDA divisé par le total actif ; la variable *Abnormal Earnings* (AE), qui correspond au ratio de variation du

---

<sup>5</sup> Nous avons estimé également ce système d'équations à partir des doubles moindres carrés. Nos résultats restent inchangés



résultat opérationnel entre  $t$  et  $t+1$  divisé par la valeur de marché de la firme en  $t$  ; l'écart type de la rentabilité des actifs sur les cinq dernières années ( $\text{stdROA}$ ); la variable binaire ( $\text{OL}$ ) Prend la valeur 1 si la firme a eu une perte d'exploitation et 0 sinon ; la variable ( $\text{EM}$ ) représente une de nos cinq mesures de gestion des résultats ; ( $\text{CG}$ ) le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. La variable binaire ( $\text{Z}$ ), prend la valeur 1 si le Z score d'Altman est supérieur à 1,81 et 0 sinon ; la maturité de l'actif ( $\text{AM}$ ), le ratio :  $(\text{immobilisation corporelle brute} / \text{total actif}) \times (\text{immobilisation corporelle brute} / \text{dotations aux amortissements}) + (\text{actif courant} / \text{total actif}) \times (\text{actif courant} / \text{coût des produits vendus})$  ; nous contrôlons les effets fixes par pays, secteurs, et années par la variable *Effets Fixes*. Toutes les variables sont présentées en annexe.

### 3. Résultats

Nous commençons par examiner les corrélations entre les différentes variables. Le tableau 3 ci-après présente la matrice de corrélation de Pearson des variables utilisées dans l'analyse multivariée. La corrélation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette est négative et significative au seuil de 1% pour nos cinq mesures de gestion des résultats. Concernant les variables de contrôle, le niveau d'endettement, la maturité de l'actif, la variable *Abnormal Earnings*, la taille, et le score de gouvernance sont corrélés positivement et significativement à la maturité de la dette. Tandis que la variable binaire du Z score d'Altman, l'écart type de la rentabilité des actifs, et la variable *Market-to-Book* sont corrélés négativement et significativement à la maturité de la dette.

#### 3.1. La relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette

Nous présentons les résultats de l'effet de la gestion des résultats sur la structure de maturité de la dette dans une analyse multivariée. Le tableau 4 ci-après présente les régressions issues de nos modèles d'équations simultanées pour estimer la maturité de la dette. Nous utilisons la valeur absolue pour chaque mesure de gestion des résultats, pour mesurer l'intensité de la gestion des résultats aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Nous incluons des variables

reconnues dans la littérature comme des déterminants de la maturité de la dette. Toutes les régressions prennent en compte les effets fixes par pays, secteurs et années.

Conformément à notre hypothèse 1, les résultats des régressions montrent que les coefficients de nos cinq mesures de gestion des résultats sont négatifs et significatifs. Nous obtenons une significativité à 5 % pour les modèles d'*accruals* discrétionnaires (abs\_J et abs\_Kot). Nous obtenons également une significativité à 5 % pour les modèles de gestion réelle des résultats (Roychowdhury, 2006) portant sur les coûts de production (PROD), les flux de trésorerie d'exploitation (CFO), et une significativité à 1 % pour le modèle des dépenses discrétionnaires (DX). Ces résultats sont également économiquement significatifs. Par exemple, nos résultats indiquent qu'une augmentation de l'écart type de la gestion des résultats suivant le modèle de Jones (1991), conduit à une diminution de 1,08 % de la proportion de la dette à long terme dans la dette totale<sup>6</sup>.

Ainsi, la gestion des résultats, aussi bien par les *accruals* discrétionnaires que par la gestion réelle des résultats, a un effet négatif sur la dette à long terme dans la structure de maturité de la dette des firmes. Ces résultats mettent en évidence le rôle important de la qualité de l'information financière afin d'obtenir des bonnes conditions d'emprunt telles que des maturités de dette longues. Notre étude prolonge les études antérieures (García-Teruel et al. 2010 ; Bharath et al. 2008) en montrant que la gestion réelle des résultats est également associée négativement à la dette à long terme. Nos résultats suggèrent que les créanciers sont capables de détecter les pratiques de gestion réelle des résultats et de pénaliser les sociétés qui s'y adonnent.

Roychowdhury (2006) suggère que la manipulation de l'activité réelle peut réduire la valeur de la firme à long terme. En effet, les actions menées en période présente pour augmenter les résultats peuvent avoir un effet négatif sur les flux de trésorerie en période future. Les prêteurs estiment les flux futurs de trésorerie des emprunteurs afin d'évaluer leur capacité de remboursement. Dès lors, en réduisant la valeur de la firme, les manipulations de l'activité

---

<sup>6</sup> Nous multiplions le coefficient estimé à partir du modèle modifié de Jones (1991) du tableau 4 (-0,246) par son écart type figurant dans le tableau 2 (0,044) pour obtenir -1,08 %

réelle tendent à réduire la qualité de crédit de la firme, et par conséquent, impactent négativement la maturité de la dette<sup>7</sup>.

Bien que la gestion des résultats par la manipulation des *accruals* n'impacte pas directement les flux de trésorerie (Roychowdhury 2006), l'association négative entre la faible qualité des *accruals* et la dette à long terme met en évidence la capacité des prêteurs à traiter et à analyser l'information comptable potentiellement manipulée par les *accruals* discrétionnaires. Par conséquent, les prêteurs compensent le risque lié à la faiblesse de la qualité de l'information comptable par la dette à court terme afin de contrôler les emprunteurs.

La plupart des variables de contrôle sont statistiquement significatives. Conformément à la littérature (Johnson, 2003), le coefficient de l'endettement (LEV) est positif, et significativement élevé. Les variables mesurant la taille (SIZE) et son carré (SIZEsq) sont positivement et négativement associées à la maturité de la dette. Ce qui est conforme à la relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette (Diamond, 1991). Le coefficient de la maturité de l'actif (AM) est positif et significatif. Conformément aux suggestions de Myers (1977), le coefficient de la variable d'opportunité de croissance (MB) est négatif et significatif. Le coefficient du Z score d'Altman (Z) est positif. Celui du score de gouvernance (CG) est également positif mais pas significatif. Nous trouvons que le coefficient de la variable *Abnormal Earnings* (AE) et celui de l'écart type de la rentabilité des actifs (stdROA) sont généralement non significatifs. Datta et al. (2005) trouvent des résultats similaires.

---

<sup>7</sup> Le modèle de Diamond (1991) prédit que les firmes avec une faible qualité de crédit sont contraintes à s'endetter à court terme à cause des coûts de l'asymétrie d'information

L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE : UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

Tableau 3 – Matrice de corrélation

	DM	abs_J	abs_Kot	abs_CFO	abs_PROD	abs_DX	CG	LEV	SIZE	SIZEsq	Z	AM	stdROA	AE	MB
DM	1,0000														
abs_J	-0,0748***	1,0000													
abs_Kot	-0,0814***	0,9859***	1,0000												
abs_CFO	-0,1520***	0,4237***	0,4361***	1,0000											
abs_PROD	-0,1725***	0,1591***	0,1681***	0,3704***	1,0000										
abs_DX	-0,1656***	0,0947***	0,0900***	0,2133***	0,5747***	1,0000									
CG	0,1277***	-0,0537***	-0,0536***	-0,0490***	-0,0478***	-0,0791***	1,0000								
LEV	0,3411***	-0,0953***	-0,1029***	-0,1821***	-0,2195***	-0,1506***	0,0335*	1,0000							
SIZE	0,0901***	-0,2334***	-0,2390***	-0,2954***	-0,2707***	-0,2892***	0,1257***	0,1771***	1,0000						
SIZEsq	0,0753***	-0,2186***	-0,2240***	-0,2738***	-0,2618***	-0,2849***	0,1283***	0,1632***	0,9909***	1,0000					
Z	-0,1150***	0,0436***	0,0473***	0,1396***	0,1401***	0,1720***	0,0226	-0,3239***	-0,3610***	-0,3705***	1,0000				
AM	0,1086***	-0,1204***	-0,1207***	-0,1634***	-0,1589***	-0,1927***	-0,0235	0,1771***	0,1684***	0,1688***	-0,1813***	1,0000			
stdROA	-0,1365***	0,2537***	0,2671***	0,3402***	0,1970***	0,1232***	-0,0191	-0,2123***	-0,3527***	-0,3098***	0,1603***	-0,0441***	1,0000		
AE	0,0929***	-0,0393**	-0,0425***	-0,0234	-0,0593***	-0,0540***	0,0621***	0,2158***	0,1791***	0,1707***	-0,1366***	0,0713***	-0,0656***	1,0000	
MB	-0,2715***	0,0712***	0,0774***	0,3877***	0,2850***	0,1596***	-0,0442***	-0,2453***	-0,3570***	-0,3220***	0,2484***	-0,1467***	0,5450***	-0,1655***	1,0000

Ce tableau présente la matrice de corrélation. **abs\_J** est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). **abs\_Kot** la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). **abs\_CFO**, **abs\_PROD** et **abs\_DX** sont respectivement les valeurs absolues des niveaux anormaux de flux de trésorerie d'exploitation, des coûts de production et des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006). **DM**, le ratio dette à plus d'un an / total dette. **LEV**, le ratio dette totale / total actif. **CG** est le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. **SIZE** et **SIZEsq**, sont respectivement le logarithme du total actif et son carré. **Z**, une variable binaire du Z score d'Altman qui prend la valeur 1 si le Z score d'Altman est supérieur à 1,81 et 0 sinon. **AM**, le ratio de maturité d'actif : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif

courant / total actif)  $\times$  (actif courant / coût des produits vendus). **stdROA**, l'écart type du ROA sur les cinq dernières années. **AE**, la variable *abnormal earnings* qui correspond au ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. **MB**, le ratio *Market-to-Book* qui correspond au ratio : valeur de marché de la firme / total actif. Les signes \*, \*\*, \*\*\* indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10%, 5%, et 1%.

L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE :  
UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

**Tableau 4 – Gestion des résultats et dette à long terme**

	DM	DM	DM	DM	DM
LEV	0,957*** (7,72)	0,960*** (7,72)	0,975*** (7,82)	0,946*** (7,63)	0,973*** (7,29)
abs_J	-0,246** (-2,08)				
abs_Kot		-0,262** (-2,19)			
abs_CFO			-0,272** (-2,46)		
abs_PROD				-0,121** (-2,46)	
abs_DX					-0,236*** (-5,05)
MB	-0,0348*** (-5,09)	-0,0345*** (-5,03)	-0,0316*** (-4,57)	-0,0316*** (-4,71)	-0,0335*** (-4,70)
SIZE	0,279*** (3,43)	0,274*** (3,36)	0,233*** (2,83)	0,218*** (2,75)	0,219*** (2,59)
SIZEsq	-0,0361*** (-3,63)	-0,0356*** (-3,57)	-0,0301*** (-2,96)	-0,0288*** (-2,96)	-0,0292*** (-2,80)
Z	0,0780*** (5,49)	0,0788*** (5,51)	0,0790*** (5,56)	0,0787*** (5,54)	0,0845*** (5,66)
AM	0,000759** (2,03)	0,000758** (2,03)	0,000688* (1,83)	0,000796** (2,14)	0,000816** (2,14)
CG	0,000227 (1,12)	0,000222 (1,09)	0,000244 (1,19)	0,000273 (1,34)	0,000196 (0,94)
stdROA	-0,108 (-0,37)	-0,100 (-0,34)	-0,0961 (-0,32)	0,00462 (0,02)	-0,167 (-0,56)
AE	-0,0232 (-0,42)	-0,0234 (-0,42)	-0,0227 (-0,40)	-0,0215 (-0,38)	-0,0354 (-0,60)
Effets Fixes	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
cons	-0,00799 (-0,04)	0,0000374 (0,00)	0,0849 (0,47)	0,108 (0,61)	0,124 (0,67)
R <sup>2</sup>	0,196	0,195	0,190	0,192	0,185
N	3659	3650	3658	3661	3446

Ce tableau présente les résultats de l'estimation du système d'équations simultanées entre l'endettement et la maturité de la dette à partir du GMM. Le nombre d'observation correspond aux données disponibles avec toutes les variables. **abs\_J** est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). **abs\_Kot** la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). **abs\_CFO**, **abs\_PROD** et **abs\_DX** sont respectivement les valeurs absolues des niveaux anormaux de flux de trésorerie d'exploitation, des coûts de production et des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006). **DM**, le ratio dette à plus d'un an / total dette. **LEV**, le ratio dette totale / total actif. **CG** est le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. **SIZE** et **SIZEsq**, sont respectivement le logarithme du total actif et son

carré. **Z**, une variable binaire du Z score d'Altman qui prend la valeur 1 si le Z score d'Altman est supérieur à 1,81 et 0 sinon. **AM**, le ratio de maturité d'actif : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus). **stdROA**, l'écart type du ROA sur les cinq dernières années. **AE**, la variable *abnormal earnings* qui correspond au ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. **MB**, le ratio *Market-to-Book* qui correspond au ratio : valeur de marché de la firme / total actif. **Effets Fixes** : toutes les régressions prennent en compte les effets fixes par pays, secteurs et années. **cons** est la constante de la régression. Les signes \*, \*\*, \*\*\* indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10%, 5%, et 1%.

### 3.2. Le système juridique de droit commun influence-t-il la relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette ?

Le tableau 5 présente les résultats des régressions qui examinent si l'environnement institutionnel influence la relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette. Nous avançons que le lien négatif entre la gestion des résultats et la maturité de la dette ne tient que dans les pays de droit civil. Afin de mettre en exergue cet effet potentiel, nous estimons nos modèles à partir de sous échantillon constitué des pays de droit commun et des pays de droit civil. Cette analyse contribue à la littérature antérieure (Bharath et al. 2008; García-Teruel et al. 2010) en examinant l'impact d'une forte protection des créanciers sur la relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette. En effet, le système juridique de droit commun offre une meilleure protection aux créanciers par rapport au système juridique de droit civil (La Porta et al. 1998).

Les résultats de ces tests montrent que les coefficients des variables de gestion des résultats sont significativement négatifs pour nos cinq mesures de gestion des résultats dans les pays de droit civil. En revanche, pour les pays de droit commun, les résultats font ressortir des coefficients globalement non significatifs. Dans les pays de droit civil, nous obtenons une significativité au seuil de 5 % pour les modèles d'*accruals* discrétionnaires, et 1 % pour les modèles de gestion réelle.

Les résultats sont conformes à notre hypothèse 2 qui suggère que le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil. La Porta et al. (1998) suggèrent que le système juridique de droit commun offre une meilleure protection aux créanciers par rapport au système juridique de droit civil. Nos résultats

impliquent alors qu'une forte protection des créanciers tend à atténuer le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme.

Nos résultats suggèrent qu'une bonne protection des créanciers tend à compenser la faiblesse de la qualité de l'information financière des emprunteurs. En effet, en cas de défaut de l'emprunteur, la bonne protection des créanciers devrait permettre de recouvrer plus facilement les créances par rapport aux pays de droit civil qui protègent mieux les débiteurs. Ainsi, une bonne protection des créanciers apporte plus de confiance aux prêteurs dans le financement de la firme.

Cependant, Barath et *al.* (2008) à partir d'un échantillon de sociétés américaines, avec le système juridique de droit commun, montrent une relation négative entre la gestion des résultats et la maturité de la dette. Quelques remarques sont à souligner. Tout d'abord, il est à noter que les auteurs n'utilisent pas de mesures de gestion réelle des résultats. Ensuite, la gestion des résultats impacte significativement la maturité de la dette uniquement pour la dette bancaire et non pour la dette obligataire. Les banques ont peut-être plus facilement accès à l'information sur les emprunteurs, et investissent dans la surveillance des prêteurs par rapport aux créanciers obligataires (Barath et *al.* 2008). En outre, bien que le système juridique des États-Unis soit celui de droit commun, il est à noter que La Porta et *al.* (1998) ne relèvent pas un niveau élevé de protection des créanciers. En effet, la note de protection des créanciers pour les États Unis est (1), comparativement à celui du Royaume-Uni avec un niveau de protection des créanciers élevé (4). Ces résultats tendent à montrer alors que le niveau de protection des créanciers influence davantage la maturité de la dette que le système juridique.



**Tableau 5 – Dette à long terme, gestion des résultats, et environnement institutionnel**

	Droit commun					Droit civil				
	DM	DM	DM	DM	DM	DM	DM	DM	DM	DM
LEV	0,915*** (5,76)	0,921*** (5,76)	0,879*** (5,78)	0,865*** (5,60)	0,867*** (4,93)	0,747*** (4,42)	0,743*** (4,39)	0,799*** (4,57)	0,766*** (4,36)	0,847*** (4,67)
abs_J	-0,132 (-0,63)					-0,347** (-2,52)				
abs_Kot		-0,161 (-0,77)					-0,359** (-2,54)			
abs_CFO			-0,255 (-1,38)					-0,340*** (-2,58)		
abs_PROD				-0,0701 (-0,98)					-0,212*** (-3,15)	
abs_DX					-0,128* (-1,66)					-0,328*** (-5,69)
MB	-0,0562*** (-5,19)	-0,0561*** (-5,18)	-0,0509*** (-4,62)	-0,0517*** (-4,95)	-0,0573*** (-5,06)	-0,0325*** (-3,56)	-0,0322*** (-3,53)	-0,0274*** (-2,90)	-0,0270*** (-3,00)	-0,0280*** (-3,04)
SIZE	0,125 (0,89)	0,120 (0,85)	0,128 (0,94)	0,0538 (0,40)	0,0182 (0,13)	0,284*** (2,68)	0,279*** (2,63)	0,244** (2,23)	0,300*** (2,81)	0,301*** (2,67)
SIZEsq	-0,0143 (-0,81)	-0,0137 (-0,78)	-0,0148 (-0,86)	-0,00541 (-0,32)	-0,00176 (-0,10)	-0,0392*** (-3,11)	-0,0385*** (-3,05)	-0,0335** (-2,56)	-0,0406*** (-3,20)	-0,0414*** (-3,07)
Z	0,0666*** (3,44)	0,0673*** (3,47)	0,0629*** (3,35)	0,0601*** (3,23)	0,0549*** (2,87)	0,0557*** (3,02)	0,0557*** (3,01)	0,0606*** (3,22)	0,0613*** (3,18)	0,0743*** (3,76)
AM	0,000518 (0,76)	0,000546 (0,80)	0,000342 (0,52)	0,000476 (0,71)	0,000773 (1,10)	0,00101** (2,27)	0,00101** (2,26)	0,00101** (2,22)	0,00101** (2,29)	0,000741 (1,63)
CG	0,0000664 (0,11)	0,0000533 (0,09)	0,0000961 (0,16)	0,000148 (0,26)	0,000474 (0,76)	0,000383* (1,80)	0,000376* (1,77)	0,000414* (1,93)	0,000335 (1,52)	0,000278 (1,27)
stdROA	0,197 (0,40)	0,210 (0,43)	0,232 (0,46)	0,532 (1,18)	-0,0972 (-0,18)	-0,277 (-0,76)	-0,276 (-0,75)	-0,272 (-0,75)	-0,339 (-0,97)	-0,252 (-0,70)
AE	-0,0386 (-1,25)	-0,0371 (-1,19)	-0,0331 (-1,04)	-0,0392 (-1,33)	-0,0408 (-1,38)	0,0930 (0,93)	0,0942 (0,93)	0,0865 (0,85)	0,0817 (0,80)	0,0822 (0,73)
Effets Fixes cons	Oui 0,333 (1,12)	Oui 0,342 (1,15)	Oui 0,326 (1,13)	Oui 0,459 (1,58)	Oui 0,548* (1,80)	Oui 0,0340 (0,14)	Oui 0,0456 (0,19)	Oui 0,105 (0,43)	Oui -0,00731 (-0,03)	Oui -0,0170 (-0,07)
R <sup>2</sup>	0,215	0,214	0,222	0,209	0,205	0,232	0,232	0,221	0,229	0,224
N	1199	1195	1207	1204	1065	2460	2455	2451	2457	2381

Ce tableau présente les résultats de l'estimation du système d'équations simultanées entre l'endettement et la maturité de la dette à partir du GMM. Le nombre d'observation correspond aux données disponibles avec toutes les variables. **abs\_J** est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). **abs\_Kot** la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). **abs\_CFO**, **abs\_PROD** et **abs\_DX** sont respectivement les valeurs absolues des niveaux anormaux de flux de trésorerie d'exploitation, des coûts de production et des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006). **DM**, le ratio dette à plus d'un an / total dette. **LEV**, le ratio dette totale / total actif. **CG** est le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. **SIZE** et **SIZEsq**, sont respectivement le logarithme du total actif et son carré. **Z**, une variable binaire du Z score d'Altman qui prend la valeur 1 si le Z score d'Altman est supérieur à 1,81 et 0 sinon. **AM**, le ratio de maturité d'actif : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus). **stdROA**, l'écart type du ROA sur les cinq dernières années. **AE**, la variable *abnormal earnings* qui correspond au ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. **MB**, le ratio *Market-to-Book* qui correspond au ratio : valeur de marché de la firme / total actif. **Effets Fixes** : toutes les régressions prennent en compte les effets fixes par pays, secteurs et années. **cons** est la constante de la régression. Les signes \*, \*\*, \*\*\* indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10%, 5%, et 1%.

### 3.3. Endogénéité potentielle

Intuitivement, le sens de la relation dans notre modèle peut paraître inversé. C'est à dire que la maturité de la dette causerait la gestion des résultats. En effet, la littérature suggère que la dette à court terme, par son renouvellement fréquent permet de contrôler les dirigeants. Par conséquent, la dette à court terme serait positivement associée à la gestion des résultats à cause du renouvellement fréquent de la dette. Afin de tester ce potentiel problème d'endogénéité, nous effectuons une analyse de la causalité de Granger. Cette approche peut permettre de détecter le sens de la causalité.

Le tableau 6 présente les résultats de l'analyse de causalité de Granger expliquant la gestion des résultats. La variable dépendante est la gestion des résultats à la date t. Les variables indépendantes sont : la gestion des résultats à la date t-1, la maturité de la dette à la date t-1, et les variables de contrôle. Le coefficient de la maturité de la dette à la date t-1 n'est pas significatif. Ceci indique que la maturité de la dette ne cause pas la gestion des résultats.

De même, le tableau 7 présente les résultats de l'analyse de causalité de Granger expliquant la maturité de la dette. La variable dépendante est la maturité de la dette à la date t. Les variables indépendantes sont : la maturité de la dette à la date t-1, la gestion des résultats à la date t-1, et les variables de contrôle. Les coefficients de la gestion réelle des résultats à la date t-1 sont négatifs et significatifs. Ils ne sont en revanche pas significatifs pour les *accruals* discrétionnaires. Ces résultats indiquent que la gestion réelle des résultats cause la structure de maturité de la dette. Ce résultat confirme que la gestion réelle des résultats a un impact à long

terme par rapport aux *accruals* discrétionnaires. En plus de l'effet ponctuel, les *accruals* discrétionnaires ont également un caractère réversible. Ce qui pourrait expliquer pourquoi les *accruals* discrétionnaires à la date t-1 n'impactent pas la maturité de la dette à la date t. Bien que les coefficients des *accruals* discrétionnaires ne soient pas significatifs, le tableau 6 met en évidence que la maturité de la dette n'entraîne pas la gestion des résultats.

En somme, les résultats du test de causalité de Granger montrent que la causalité va uniquement dans un sens. C'est à dire, de la gestion des résultats à la maturité de la dette et pas l'inverse. Ce qui tend à renforcer nos résultats qui montrent que la gestion des résultats affecte la structure de maturité de la dette des firmes.

L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA  
DETTE : UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

**Tableau 6 – Test de causalité de Granger expliquant la gestion des résultats**

	abs_J (t)	abs_Kot (t)	abs_CFO (t)	abs_PROD (t)	abs_DX (t)
abs_J (t-1)	0,357*** (8,36)				
abs_Kot (t-1)		0,356*** (8,32)			
abs_CFO (t-1)			0,483*** (19,76)		
abs_PROD (t-1)				0,752*** (25,02)	
abs_DX (t-1)					0,851*** (36,78)
DM (t-1)	-0,00425 (-1,27)	-0,00405 (-1,21)	-0,00540 (-1,60)	-0,00744 (-1,18)	-0,00222 (-0,43)
LEV	0,00516 (0,85)	0,00338 (0,56)	-0,00638 (-1,08)	-0,0252** (-2,29)	-0,000623 (-0,09)
SIZE	-0,0147 (-1,06)	-0,0158 (-1,15)	-0,0145 (-1,06)	-0,0458* (-1,81)	0,00907 (0,41)
SIZESq	0,000820 (0,49)	0,000956 (0,57)	0,00137 (0,81)	0,00501 (1,64)	-0,00167 (-0,63)
Z	-0,00429** (-2,16)	-0,00426** (-2,20)	-0,00267 (-1,57)	-0,00601* (-1,93)	0,000941 (0,41)
AM	-0,000265*** (-4,00)	-0,000262*** (-3,98)	-0,000312*** (-4,70)	0,000119 (0,95)	-0,0000493 (-0,67)
stdROA	0,263*** (4,15)	0,251*** (3,96)	0,155*** (2,71)	0,135 (1,30)	0,0738 (0,92)
AE	-0,00491 (-0,54)	-0,00410 (-0,45)	0,0267*** (3,31)	-0,0751* (-1,66)	-0,00107 (-0,06)
MB	-0,00199** (-2,03)	-0,00175* (-1,79)	0,00530*** (5,07)	0,000544 (0,32)	0,000786 (0,63)
Effets Fixes	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
cons	0,0699** (2,40)	0,0734** (2,52)	0,0441 (1,39)	0,111** (1,96)	0,00382 (0,09)
R <sup>2</sup>	0,250	0,251	0,412	0,680	0,805
N	3309	3296	3319	3321	3102

**abs\_J** est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). **abs\_Kot** la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). **abs\_CFO**, **abs\_PROD** et **abs\_DX** sont respectivement les valeurs absolues des niveaux anormaux de flux de trésorerie d'exploitation, des coûts de production et des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006). **DM**, le ratio dette à plus d'un an / total dette. **LEV**, le ratio dette totale / total actif. **CG** est le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. **SIZE** et **SIZESq**, sont respectivement le logarithme du total actif et son carré. **Z**, une

## L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE : UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

---

variable binaire du Z score d'Altman qui prend la valeur 1 si le Z score d'Altman est supérieur à 1,81 et 0 sinon. **AM**, le ratio de maturité d'actif :  $(\text{immobilisation corporelle brute} / \text{total actif}) \times (\text{immobilisation corporelle brute} / \text{dotations aux amortissements}) + (\text{actif courant} / \text{total actif}) \times (\text{actif courant} / \text{coût des produits vendus})$ . **stdROA**, l'écart type du ROA sur les cinq dernières années. **AE**, la variable *abnormal earnings* qui correspond au ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. **MB**, le ratio *Market-to-Book* qui correspond au ratio : valeur de marché de la firme / total actif. **Effets Fixes** : toutes les régressions prennent en compte les effets fixes par pays, secteurs et années. cons est la constante de la régression. Les signes \*, \*\*, \*\*\* indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10%, 5%, et 1%.

L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA  
DETTE : UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

**Tableau 7 – Test de causalité de Granger expliquant la maturité de la dette**

	DM (t)	DM (t)	DM (t)	DM (t)	DM (t)
DM (t-1)	0,555*** (23,63)	0,558*** (23,71)	0,556*** (23,82)	0,550*** (23,30)	0,564*** (23,62)
abs_J (t-1)	-0,0605 (-0,64)				
abs_Kot (t-1)		-0,0585 (-0,62)			
abs_CFO (t-1)			-0,208** (-2,26)		
abs_PROD (t-1)				-0,139*** (-3,33)	
abs_DX (t-1)					-0,142*** (-3,73)
LEV	0,212*** (7,29)	0,213*** (7,33)	0,211*** (7,27)	0,199*** (6,80)	0,184*** (6,37)
SIZE	0,151** (2,34)	0,155** (2,41)	0,123* (1,87)	0,117* (1,82)	0,132** (2,02)
SIZEsq	-0,0197** (-2,52)	-0,0202*** (-2,59)	-0,0160** (-2,01)	-0,0157** (-2,03)	-0,0179** (-2,25)
Z	0,0203*** (2,64)	0,0188** (2,46)	0,0194** (2,53)	0,0183** (2,39)	0,0223*** (2,80)
AM	0,000549* (1,75)	0,000502 (1,61)	0,000398 (1,29)	0,000477 (1,54)	0,000624** (2,00)
stdROA	-0,362 (-1,55)	-0,343 (-1,47)	-0,296 (-1,24)	-0,266 (-1,12)	-0,395* (-1,74)
AE	0,0212 (0,43)	0,0182 (0,37)	0,0251 (0,52)	0,0341 (0,75)	0,0643 (1,22)
MB	-0,0239*** (-4,54)	-0,0230*** (-4,38)	-0,0200*** (-3,77)	-0,0194*** (-3,72)	-0,0234*** (-4,39)
Effets Fixes	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
cons	-0,0840 (-0,54)	0,0249 (0,17)	0,0123 (0,08)	-0,00494 (-0,03)	-0,0181 (-0,11)
R <sup>2</sup>	0,481	0,483	0,481	0,478	0,495
N	3298	3285	3309	3306	3114

**abs\_J** est la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995). **abs\_Kot** la valeur absolue des *accruals* discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005). **abs\_CFO**, **abs\_PROD** et **abs\_DX** sont respectivement les valeurs absolues des niveaux anormaux de flux de trésorerie d'exploitation, des coûts de production et des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006). **DM**, le ratio dette à plus d'un an / total dette. **LEV**, le ratio dette totale / total actif. **CG** est le score de gouvernance de la base de données *Datastream*. Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires. **SIZE** et **SIZEsq**, sont respectivement le logarithme du total actif et son carré. **Z**, une

variable binaire du Z score d'Altman qui prend la valeur 1 si le Z score d'Altman est supérieur à 1,81 et 0 sinon. **AM**, le ratio de maturité d'actif :  $(\text{immobilisation corporelle brute} / \text{total actif}) \times (\text{immobilisation corporelle brute} / \text{dotations aux amortissements}) + (\text{actif courant} / \text{total actif}) \times (\text{actif courant} / \text{coût des produits vendus})$ . **stdROA**, l'écart type du ROA sur les cinq dernières années. **AE**, la variable *abnormal earnings* qui correspond au ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. **MB**, le ratio *Market-to-Book* qui correspond au ratio : valeur de marché de la firme / total actif. **Effets Fixes** : toutes les régressions prennent en compte les effets fixes par pays, secteurs et années. **cons** est la constante de la régression. Les signes \*, \*\*, \*\*\* indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10%, 5%, et 1%.

## Conclusion

Cet article étudie la relation entre la gestion des résultats et la maturité de la dette. En outre, nous examinons si le système juridique de droit commun influence l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette. À cette fin, nous utilisons un échantillon de sociétés représentant 17 pays européens à partir de l'indice STOXX Europe 600 sur la période 2005 à 2014. Nous utilisons comme mesure de la gestion des résultats les *accruals* discrétionnaires et la gestion réelle des résultats (Roychowdhury, 2006). Nous utilisons deux mesures pour les *accruals* discrétionnaires : le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et al. (1995) ainsi que le modèle développé par Kothari et al. (2005). Deux résultats émergent de cette étude.

Premièrement, la gestion des résultats, aussi bien par les *accruals* discrétionnaires que par la gestion réelle des résultats, a un effet négatif sur la dette à long terme. Notre étude contribue alors à la littérature sur le lien entre la gestion des résultats et la maturité de la dette en mettant en évidence que la gestion réelle des résultats a également un effet négatif sur la dette à long terme. Ce résultat suggère que les créanciers sont capables de détecter les pratiques de gestion réelle des résultats et de pénaliser les firmes qui s'y engagent. Ainsi, nos résultats mettent en évidence le rôle important de la qualité de l'information financière dans les contrats de prêts. Nous montrons qu'une bonne qualité d'information financière, en réduisant l'asymétrie d'information, contribue à obtenir de bonnes conditions d'emprunt telles que des maturités de dette longues.

Deuxièmement, nous mettons en évidence que la relation négative entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil. Ce résultat suggère que le système juridique de droit commun, avec une meilleure protection des créanciers tend à compenser la faiblesse de la qualité de l'information financière des emprunteurs. Ainsi, une

bonne protection des créanciers apporte plus de confiance aux prêteurs dans le financement de la firme.

Cet article contribue également à la littérature en apportant des éléments de réponses sur le rôle de la qualité de l'information financière sur la maturité de la dette. En effet, si une bonne qualité d'information financière peut permettre d'obtenir des bonnes conditions d'emprunt telles que des maturités de dette longues, il est à noter que cet impact est atténué par une forte protection des créanciers.

Pour les recherches futures, il pourrait être intéressant d'examiner si le lissage des résultats affecte la maturité de la dette. En effet, le lissage des résultats s'effectue sur plusieurs périodes. Il pourrait être également intéressant de distinguer la dette bancaire de la dette obligataire afin de tester l'influence de la gestion des résultats sur la maturité de la dette.



# L'EFFET DE LA GESTION DES RÉSULTATS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE : UNE ÉTUDE INTERNATIONALE

## Annexe : Définition des variables

Variable dépendante	
Maturité de la dette (DM)	La part de la dette à plus d'un an dans la dette totale
Variables indépendantes	
abs_J	Valeur absolue des <i>accruals</i> discrétionnaires suivant le modèle de Jones (1991) et modifié par Dechow et <i>al.</i> (1995)
abs_Kot	Valeur absolue des <i>accruals</i> discrétionnaires suivant le modèle de Kothari et <i>al.</i> (2005)
abs_CFO	Valeur absolue du niveau anormal des flux de trésorerie d'exploitation suivant le modèle de Roychowdhury (2006)
abs_PROD	Valeur absolue du niveau anormal de production suivant le modèle de Roychowdhury (2006)
abs_DX	Valeur absolue du niveau anormal des dépenses discrétionnaires suivant le modèle de Roychowdhury (2006)
Variables de contrôle	
LEV	Dette totale divisée par le total actif
CG	Le score de gouvernance de la base de données <i>Datastream</i> . Ce score mesure les systèmes et les processus de l'entreprise qui veillent à ce que les administrateurs et les dirigeants agissent dans l'intérêt à long terme des actionnaires.
SIZE	Le logarithme du total actif
SIZEsq	Le logarithme du total actif au carré
Z	Le Z score d'Altman
MB	Le <i>Market-to-Book</i> qui correspond au ratio : valeur de marché de la firme / total actif
AM	$(\text{immobilisation corporelle brute} / \text{total actif}) \times (\text{immobilisation corporelle brute} / \text{dotations aux amortissements}) + (\text{actif courant} / \text{total actif}) \times (\text{actif courant} / \text{coût des produits vendus})$ .
stdROA	L'écart type du ROA sur les cinq dernières années
AE	Variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t

## Bibliographie

Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., Stanford-Harris, M. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review*, 77(4): 867-890.

- An, Z., Li, D., Yu, J. (2016). Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. *Journal of Banking & Finance*, 68: 131-152.
- Ben-Nasr, H., Boubaker, S., Rouatbi, W. (2015). Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 35: 265-285.
- Bharath, S. T., Sunder, J., Sunder, S. V. (2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *Accounting Review*, 83(1): 1-28.
- Bhattacharya, N., Desai, H., Venkataraman, K. (2013). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2): 482-516.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, 78(3): 641-678.
- Brockman, P., Martin, X., Unlu, E. (2010). Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 65(3): 1123-1161.
- Bushman, R. M., Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3): 237-333.
- Christensen, H. B., Nikolaev, V. V., Wittenberg-Moerman, R. (2016). Accounting Information in Financial Contracting: The Incomplete Contract Theory Perspective. *Journal of Accounting Research*, 54(2): 397-435.
- Costello, A. M., Wittenberg-Moerman, R. (2011). The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1): 97-136.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. A. I., Raman, K. (2005). Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 60(5): 2333-2350.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2): 193-225.
- Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3): 295-336.
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3): 709-737.
- Easley, D., Hvidkjaer, S., O'Hara, M. (2002). Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? *The Journal of Finance*, 57(5): 2185-2221.
- Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59(4): 1540-6261.

- El Ghouli, S., Guedhami, O., Pittman, J. A., Rizeanu, S. (2016). Cross-Country Evidence on the Importance of Auditor Choice to Corporate Debt Maturity. *Contemporary Accounting Research*, 33(2): 718-751.
- Fan, J. P. H., Titman, S., Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1): 23-56.
- Fang, X., Li, Y., Xin, B., Zhang, W. (2016). Financial Statement Comparability and Debt Contracting: Evidence from the Syndicated Loan Market. *Accounting Horizons*, 30(2): 277-303.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *The Journal of Finance*, 41(1): 19-37.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2): 295-327.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). Accruals Quality and Debt Maturity Structure. *Abacus*, 46(2): 188-210.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J. P. (2014). The role of accruals quality in the access to bank debt. *Journal of Banking & Finance*, 38: 186-193.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J. P. (2014). Supplier Financing and Earnings Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9/10): 1193-1211.
- Guedes, J., Opler, T. (1996). The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues. *The Journal of Finance*, 51(5): 1809-1833.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3): 405-440.
- Hong, H. A., Hung, M., Zhang, J. (2016). The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2): 644-681.
- Johnson, S. A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage. *Review of Financial Studies*, 16(1): 209-236.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2): 193-228.

- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1): 163-197.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3): 505-527.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147-175.
- La Porta, R. L., Lopez, x, de, x, Silanes, F., vishny, r. w. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3): 335-370.



## **Chapitre 3**

# **L'impact du choix des auditeurs sur la maturité de la dette : le cas de la France**

### **Résumé**

Cet article analyse dans le contexte français du co-commissariat aux comptes, si la présence d'auditeurs réputés dans le collège de commissaires aux comptes est associée à la maturité de la dette. L'étude est conduite à partir d'un échantillon de 210 sociétés du CAC All Share sur la période 2005 à 2014. Il ressort de cette étude que la présence des auditeurs du Big 4 est associée positivement à la dette à long terme. Ce résultat suggère que la réputation de l'auditeur apporte une certaine assurance aux prêteurs quant à la fiabilité de l'information financière fournie par la société. Par conséquent, la réputation de l'auditeur contribue à allonger la maturité de la dette.

## Introduction

La littérature met en évidence l'importance de l'asymétrie d'information comme déterminant de la maturité de la dette (Flannery, 1986 ; Barclay et Smith, 1995 ; Stohs et Mauer, 1996 ; Berger et *al.* 2005). L'ensemble de ces travaux montrent que l'asymétrie d'information entre la firme et les prêteurs est associée négativement à la dette à long terme. En effet, puisque la firme dispose d'une meilleure information sur son risque de défaut au moment de contracter, les prêteurs vont préférer la dette à court terme en présence d'une grande asymétrie d'information afin de prévenir le risque de défaut potentiel de la firme.

Dans ce contexte d'asymétrie informationnelle, l'audit de qualité réduit l'asymétrie d'information qui existe entre la firme et les partenaires de l'entreprise en permettant à des tiers de vérifier la validité des états financiers (Becker et *al.* 1998). Dans la même veine, Chang et *al.* (2009) montrent que les marchés perçoivent l'information divulguée par les sociétés auditées par les Big 4 comme étant de meilleure qualité et comportant une faible incertitude quant aux flux de trésorerie futurs.

Dès lors, tout comme les investisseurs sont particulièrement intéressés par le recours à des auditeurs disposant d'une bonne réputation (Bessière et Shatt, 2010), les prêteurs sont également intéressés par le recours à des auditeurs disposant d'une bonne réputation afin d'estimer la capacité de remboursement de la société à partir d'informations fiables. El Ghoul, Guedhami, Pittman, et Rizeanu (2016) montrent à partir d'un échantillon international que la présence d'auditeurs du Big 4 est associée positivement à la dette à long terme. Puisqu'un audit de qualité permet de contrôler la firme par la vérification de l'information financière, l'audit de qualité se substitue alors à la dette à court terme comme moyen de contrôle. Cependant, l'étude d'El Ghoul, Guedhami, Pittman, et Rizeanu (2016) ne prend pas en compte la spécificité française du co-commissariat aux comptes. En effet, pour la certification des comptes, la particularité française de l'audit légal requiert la nomination de deux commissaires aux comptes indépendants l'un de l'autre dès lors que la société publie des comptes consolidés. Cette particularité française de l'audit légal a fait l'objet d'un certain nombre de travaux et montrent que la composition du collège de commissaires aux comptes peut avoir un impact sur la qualité de l'audit (Francis et *al.* (2009) ; Deng et *al.* (2014) ; Lobo et *al.* (2017)).

Ainsi, nous proposons d'étudier dans le contexte français du co-commissariat aux comptes, si la présence d'auditeurs réputés dans le collège de commissaires aux comptes est associée positivement à la dette à long terme. L'étude porte sur un échantillon de 210 sociétés du CAC All Share sur la période 2005 à 2014. Nous testons par des variables binaires, les compositions du collège de commissaires aux comptes suivantes : 2 non-Big 4 ; 1 Big 4 et 1 non-Big 4 ; 2 Big 4. Suivant la littérature sur la maturité de la dette, nous utilisons un modèle à équation simultanée afin de contrôler l'endogénéité entre l'endettement et la maturité de la dette. Les paramètres de notre modèle sont estimés à partir du GMM (*generalized method of moments*). En outre, nous avons effectué un test de robustesse en conduisant une régression à partir d'un échantillon constitué par la méthode d'appariement par score de propension (Rosenbaum et Rubin, 1983). Ce test nous permet de contrôler l'endogénéité lié au choix des sociétés d'avoir recours aux auditeurs du Big 4. En effet, ce choix peut être lié aux caractéristiques de la firme.

Les résultats de cette étude montrent que la présence des auditeurs du Big 4 dans le collège de commissaires aux comptes est associée positivement à la dette à long terme. Plus précisément, les résultats font ressortir tout d'abord que la proportion de la dette à long terme dans la dette totale diminue de 2,73% en absence d'auditeur du Big 4. Ensuite, les résultats font ressortir que la proportion de la dette à long terme dans la dette totale augmente de 5,23% en présence de deux auditeurs du Big 4. Enfin, nous n'obtenons pas de résultats significatifs lorsqu'il s'agit d'un collège composé d'un auditeur du Big 4 et d'un auditeur non Big 4.

Puisque les prêteurs estiment le risque de défaut à partir des informations fournies par la firme, nos résultats qui montrent un lien positif entre la présence d'auditeurs réputés et la maturité de la dette suggèrent que la réputation de l'auditeur rassure les prêteurs quant à la fiabilité de l'information fournie par la firme.

La contribution de cette recherche se trouve dans le contexte de l'étude. En effet, à notre connaissance, nous montrons pour la première fois que la présence des auditeurs du Big 4 dans un contexte de co-commissariat aux comptes est associée positivement à la maturité de la dette.



L'article est structuré en trois parties. Nous développons d'abord la revue de la littérature et l'hypothèse de recherche sur le lien entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette. L'échantillon et les aspects méthodologiques sont ensuite exposés. Enfin, nous présentons les résultats de l'étude empirique et les conclusions de la recherche.

## **1. Revue de littérature et hypothèse**

La littérature montre qu'au travers de la réduction de l'asymétrie d'information, les sociétés qui présentent des comptes certifiés par des auditeurs du Big 4 bénéficient de certains avantages tels qu'une faible gestion des résultats, un faible coût de la dette et des capitaux propres, une attractivité des investisseurs financiers, et une maturité de dette élevée. Par exemple, Becker et *al.* (1998) montrent que les sociétés n'ayant pas d'auditeurs Big Six gèrent plus les résultats à la hausse par rapport aux sociétés avec des auditeurs Big Six. Mansi et *al.* (2004) mettent en évidence un lien négatif entre la présence des cabinets d'audit de grande taille et le coût de la dette. Ce résultat se retrouve dans les travaux de Pittman et Fortin (2004). Khurana et Raman (2004) mettent en évidence que pour les sociétés américaines, le coût des capitaux propres est plus faible lorsque les auditeurs du Big 4 contrôlent l'information financière. À partir d'un échantillon international, El Ghoul, Guedhami, et Pittman (2016) trouvent un résultat similaire à ceux de Khurana et Raman (2004) et mettent en évidence que cette relation est faible en dehors des États-Unis. Pour les auteurs, l'assurance qu'offre la présence des auditeurs du Big 4 aux investisseurs est plus faible en dehors des États-Unis. Chou et *al.* (2014) montrent que le choix d'auditeurs Big 4 est associé à plus d'actionnaire financier de type fonds commun de placement étrangers. Concernant la maturité de la dette, El Ghoul, Guedhami, Pittman, et Rizeanu (2016) examinent à partir d'un échantillon international si le choix d'auditeurs Big 4 contribue à allonger la maturité de la dette. Le résultat de cette étude montre que les sociétés qui choisissent des auditeurs Big 4 ont plus de dette à long terme dans leur structure de dette. Pour les auteurs, ce résultat suggère que l'audit de qualité se substitue à la dette à court terme comme moyen de contrôle des emprunteurs. En effet, les prêteurs choisissent la protection de leur intérêt au travers de la qualité d'audit par rapport à un contrôle par la dette à court terme.

Dans le contexte français du co-commissariat aux comptes, l'impact de la présence des auditeurs du Big 4 sur la qualité de l'audit peut différer suivant la composition du collège. Par exemple, les travaux de Francis et *al.* (2009) font ressortir que les sociétés qui ont un collège d'auditeur composé d'un Big 4 et d'un non Big 4 gèrent moins les résultats à la hausse par rapport aux sociétés qui n'ont aucun auditeur du Big 4. Cet effet est renforcé lorsqu'il s'agit d'un collège composé de deux Big 4. Cependant, les travaux de Piot et Janin (2007) ne font pas ressortir de différence dans la gestion des résultats en présence d'auditeur du Big 4. Pour l'auteur, le faible risque de litige qu'offre le contexte français peut expliquer l'absence d'un contrôle asymétrique de la part des auditeurs du Big 4. Lobo et *al.* (2017) étudient l'effet de la composition du collège de commissaires aux comptes sur la qualité de l'audit. Ils s'intéressent à la dépréciation du Goodwill et montrent qu'en présence d'indicateurs susceptibles de déprécier le Goodwill, les sociétés auditées par un collège de commissaires aux comptes composé d'un Big 4 et d'un non Big 4 sont plus susceptibles d'enregistrer d'une part une dépréciation, et d'autre part, enregistrent des dépréciations plus importantes que les sociétés auditées par un collège de commissaires aux comptes composé de deux Big 4. Par conséquent, ces résultats indiquent un audit de meilleure qualité pour les sociétés auditées par un Big 4 et un non Big 4 par rapport aux sociétés auditées par deux Big 4. Pour les auteurs, l'explication possible serait une meilleure coordination entre les auditeurs dans un collège Big et non Big car il est plus facile de mettre en place une hiérarchie. Les auteurs avancent également une autre raison. Lorsque les auditeurs du Big 4 sont associés à des non Big, les Big ont des incitations plus fortes à fournir un audit de qualité car les Big peuvent être confrontés à un plus grand risque de litige, et des pertes de clients en cas de risque d'audit<sup>8</sup>. Deng et *al.* (2014) montrent à l'inverse de Lobo et *al.* (2017) que le collège de commissaires aux comptes composé d'un Big 4 et d'un non Big 4 peut nuire à la qualité de l'audit à cause du problème de « passager clandestin » entre les auditeurs. En effet, dans un collège de commissaires aux comptes composé d'un auditeur Big 4 et d'un auditeur non Big 4, l'auditeur non Big 4 peut économiser le coût de l'audit en investissant moins dans ses travaux d'audit et profiter du travail important que fournit l'auditeur Big 4. Par conséquent, le collège de commissaires aux comptes composé d'un Big et d'un non Big peut réduire la précision d'audit, et donc la qualité de l'audit.

---

<sup>8</sup> La norme CNCC 2-301 mentionne que : le « risque d'audit » est le risque que le commissaire aux comptes exprime une opinion incorrecte du fait d'anomalies significatives contenues dans les comptes et non détectées.

La présence d'un Big 4 apporte de la crédibilité aux états financiers et rassure les parties prenantes (Marmousez, 2012). Dès lors, nous faisons l'hypothèse que la présence d'auditeurs réputés dans la composition du collège de commissaires aux comptes sera associée à plus de dette à long terme. En effet, la réputation des auditeurs apportera de l'assurance aux créanciers quant à la fiabilité de l'information financière à partir de laquelle ces derniers estiment la capacité de remboursement de la dette. Par conséquent, en présence d'auditeur du Big 4, la dette à court terme sera moins privilégiée comme moyen de contrôle. Ainsi, nous formulons l'hypothèse suivante :

***H1** : Toutes choses égales par ailleurs, la maturité de la dette est longue en présence d'un collège de commissaires aux comptes composé d'un ou de deux auditeurs du Big 4.*

## **2. Données et méthodologie**

### **2.1. Données**

Les données ont été collectées à partir de la base de données FACTSET. L'échantillon initial est constitué de 511 sociétés françaises appartenant à l'indice CAC all-Shares sur la période 2005-2014. A l'instar des études antérieures sur la maturité de la dette, nous avons éliminé au nombre de 106, les sociétés financières (codes de la classification ICB entre 8000 et 8999) du fait de leurs spécificités comptables. Nous avons également exclu 195 sociétés dont les données comptables étaient manquantes. Notre échantillon final est composé de 210 sociétés sur une période de 10 ans (2005-2014) soit 2100 observations.

### **2.2. Mesure des variables et statistiques descriptives**

#### *2.2.1. Mesure de la maturité de la dette*

Dans notre étude, tout comme García-Teruel *et al.* (2010) ; El Ghoul, Guedhami, Pittman, et Rizeanu (2016); Ben-Nasr *et al.* (2015), nous utilisons la part de la dette à plus d'un an dans la dette totale comme mesure de maturité de la dette.

### 2.2.2. Variables du choix des auditeurs

Nous utilisons trois variables binaires (0BIG ; 1BIG ; 2BIG) pour tester l'impact de la présence des auditeurs du Big 4 sur la maturité de la dette dans le contexte français du co-commissariat aux comptes. Ces variables sont définies comme suit : 0BIG prend la valeur 1 si la société n'a pas d'auditeur du Big 4 et 0 sinon. 1BIG prend la valeur 1 si le collège de commissaires aux comptes est composé d'un auditeur du Big 4 et d'un auditeur non Big 4 et 0 sinon. 2BIG prend la valeur 1 si le collège est constitué de deux auditeurs du Big 4 et 0 sinon.

### 2.2.3. Variables de contrôle

Suivant la littérature antérieure (Diamond, 1991 ; Johnson 2003 ; Datta et al. 2005), nous contrôlons l'effet des caractéristiques de la firme qui affectent la maturité de la dette. Les firmes qui ont un niveau d'endettement élevé préfèrent la dette à long terme pour éviter le risque de liquidité (Diamond, 1991). Nous contrôlons l'effet du niveau d'endettement par la variable END qui correspond au ratio dette totale divisée par le total actif. Diamond (1991) montre également une relation non linéaire entre la qualité de crédit et la maturité de la dette. Suivant la littérature nous contrôlons la qualité de crédit par la taille et la taille au carré de la firme mesurée par le logarithme du total actif (TAIL). Myers (1977) suggère que le problème de sous-investissement peut être réduit par la dette à court terme. Par conséquent toutes choses étant égales par ailleurs les firmes qui ont des opportunités de croissance préfèrent la dette à court terme. Nous mesurons les opportunités de croissance par le *Market-to-Book ratio* (MB) qui est égal à la valeur de marché de la firme divisé par le total actif. Suivant le *matching principle* (Myers, 1977), les firmes devraient faire correspondre leur maturité de la dette à celle de l'actif. Les firmes qui ont une maturité d'actif élevée devraient avoir plus de dette à long terme. Nous contrôlons la maturité de l'actif par la variable (MA) mesurée comme suit dans la littérature (Datta et al. 2005) par : ratio d'immobilisation corporelle brut divisé par le total actif et Multiplié par le ratio d'immobilisation corporelle brut divisé par les dotations aux amortissements, plus, le ratio d'actif courant divisé par le total actif et multiplié par le ratio d'actif courant divisé par le coût des produits vendus. L'hypothèse du signal (Flannery, 1986) suggère que les firmes de bonne qualité préfèrent la dette à court terme afin de signaler leurs qualités internes. Suivant la littérature nous contrôlons cet effet par la variable *Abnormal*

*earning* (AE) mesurée comme le ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t. Les firmes avec une forte volatilité de trésorerie auront une préférence pour la dette à long terme (Johnson, 2003). Par conséquent, les firmes qui ont une forte volatilité de trésorerie préfèrent la dette à long terme. Puisqu'une forte volatilité de trésorerie peut être associée à un risque de crédit, nous contrôlons cet effet par la variable écart type du ROA (S\_ROA) sur les cinq dernières années. Le ROA est défini comme le ratio EBITDA sur total actif. Nous incluons dans nos régressions la mesure de gestion des résultats de Kothari et al. (2005) car la qualité de l'information financière est associée négativement à la maturité de la dette (Bharath et al. 2008 ; García-Teruel et al. 2010). Enfin, nous avons contrôlé les effets fixes par années et par secteurs.

#### 2.2.4. Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente la répartition des sociétés de l'échantillon selon le type de collège de commissaires aux comptes.

**Tableau 1**  
**Répartition des sociétés selon le type de collège de commissaires aux comptes**

	<b>Nombre de sociétés (N=210)</b>	<b>Données sur 10 ans (N=2100)</b>	<b>Pourcentage</b>
2 non-Big 4	63	630	30%
1 Big 4 et 1 non-Big 4	109	1090	52%
2 Big 4	38	380	18%

Notre échantillon est constitué de 210 sociétés. La répartition de cet échantillon selon la composition du collège de commissaires aux comptes est proche des travaux de Marmousez (2012). Il est à noter que 70% des sociétés de notre échantillon ont au moins un auditeur du Big 4 parmi leurs commissaires aux comptes. On peut souligner également qu'une société sur deux fait le choix d'avoir un auditeur du Big 4 associé à un non Big 4.

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives sur la maturité de la dette et d'autres caractéristiques des sociétés de notre échantillon.

**Tableau 2**  
**Statistiques descriptives sur la période 2005-2014 (N = 2100)**

	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Écart-type
MD	0,579	0,647	1,000	0,000	0,275
END	0,219	0,206	0,732	0,000	0,143
S_ROA	0,032	0,020	1,510	0,001	0,058
AE	0,009	0,007	3,002	-3,205	0,202
MA	7,857	4,610	93,158	0,216	9,460
MB	0,717	0,525	21,673	0,008	0,888
TAIL	2,836	2,763	5,428	0,584	0,998
ABS_K	0,041	0,028	0,296	0,000	0,043

Avec : MD le ratio dette à plus d'un an / total dette ; END le ratio dette total / total actif ; S\_ROA l'écart type du ROA sur les cinq dernières années ; AE le ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t ; MA le ratio : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus) ; MB le ratio valeur de la firme / total actif ; TAIL le logarithme du total actif ; ABS\_K la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et *al.* (2005).

En moyenne, la dette à long terme représente 57,9% de la dette totale. Le niveau d'endettement est en moyenne de 21,9%. Ces moyennes se rapprochent de celles obtenues par Ben-Nasr et *al.* (2015) à partir d'un échantillon de sociétés françaises (53,74% et 21,9% respectivement). Les statistiques descriptives des autres caractéristiques des sociétés de notre échantillon sont globalement similaires à la littérature.

### 2.3. Spécification du modèle

Les firmes choisissent simultanément un niveau d'endettement et de maturité de la dette (Johnson, 2003). Ainsi, afin de tester notre hypothèse portant sur l'impact de la réputation des auditeurs sur la maturité de la dette, nous estimons un système d'équations simultanées entre le niveau d'endettement et la maturité de la dette. Nous utilisons le GMM (*generalized method of moments*) pour estimer les coefficients de notre système d'équation car les modèles GMM améliorent les estimations par rapport aux modèles en doubles moindres carrés (Brockman et *al.* 2010 ; El Ghoul et *al.* 2016). Notre modèle d'équations simultanées s'écrit alors comme suit :

$$END = \alpha_0 + \alpha_1 TAIL + \alpha_2 MB + \alpha_3 FAR + \alpha_4 ROA + \alpha_5 AE + \alpha_6 S\_ROA + \alpha_7 PE + \text{Effets fixes} + \mu, \quad (1)$$

$$MD = \alpha_0 + \alpha_1 \text{variableBIG4} + \alpha_2 END + \alpha_3 ABS\_K + \alpha_4 TAIL + \alpha_5 TAIL2 + \alpha_6 MB + \alpha_7 MA + \alpha_8 S\_ROA + \alpha_9 AE + \text{Effets fixes} + \mu, \quad (2)$$

Avec :

END = Dette totale divisée par le total actif

TAIL = Logarithme du total actif

TAIL2 = Logarithme du total actif élevé au carré

MB = Valeur de la firme divisée par le total actif

FAR = Immobilisation corporelle net divisé par le total actif

ROA = EBITDA divisé par le total actif

MA = (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus)

AE = Résultat opérationnel en t moins résultat opérationnel t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t

S\_ROA = Écart type du ROA sur les cinq dernières années

PE = Prend la valeur 1 si la firme a eu une perte d'exploitation et 0 sinon

MD = Dette à plus d'un an divisé par la dette totale

VariableBIG4 = Composition du collège de commissaires aux comptes

ABS\_K = la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005)

Effets fixes = effets fixes par secteurs et par années

$\mu$  = le terme d'erreur

### **3. Résultats**

Avant de procéder à une analyse multivariée du lien entre la présence des auditeurs du Big 4 dans la composition du collège de commissaires aux comptes et la maturité de la dette, nous examinons d'abord les corrélations entre les différentes variables. Le tableau 3 ci-après présente la matrice de corrélation de Pearson. Il ressort de ce tableau que la maturité de la dette est corrélée positivement à la présence des auditeurs du Big 4 au sein des sociétés. Généralement, les variables de contrôle sont faiblement corrélées entre elles. Ce qui permet d'éviter que les résultats des régressions ne soient affectés par un problème de multicollinéarité.



L'IMPACT DU CHOIX DES AUDITEURS SUR LA MATURITÉ DE LA DETTE : LE CAS DE LA FRANCE

Tableau 3 – Corrélations entre les variables (N = 2100)

Variables	MD	0BIG	1BIG	2BIG	END	S_ROA	AE	MA	MB	TAIL	ABS_K
MD	1										
0BIG	-0,187***	1									
1BIG	0,048**	-0,680***	1								
2BIG	0,161***	-0,307***	-0,488***	1							
END	0,260***	-0,107***	0,069***	0,038*	1						
S_ROA	-0,076***	0,104***	-0,020	-0,098***	-0,081***	1					
AE	-0,011	0,027	-0,015	-0,012	0,019	0,036*	1				
MA	0,071***	-0,056***	0,004	0,061***	0,136***	-0,010	0,013	1			
MB	-0,104***	0,046**	-0,021	-0,027	-0,275***	0,141***	-0,007	-0,051**	1		
TAIL	0,346***	-0,377***	-0,006	0,457***	0,265***	-0,246***	-0,022	0,110***	-0,112***	1	
ABS_K	-0,197***	0,124***	0,019	-0,173***	-0,005	0,179***	0,040*	-0,021	0,043**	-0,281***	1

Les signes \*, \*\*, \*\*\* indiquent une significativité aux seuils respectifs de 10%, 5%, et 1%,

Avec : MD le ratio dette à plus d'un an / total dette ; 0BIG prend la valeur 1 si la société n'a pas d'auditeur du Big 4 et 0 sinon ; 1BIG prend la valeur 1 si le collège de commissaires aux comptes est composé d'un auditeur du Big 4 et d'un auditeur non Big 4 ; 2BIG prend la valeur 1 si le collège est constitué de deux auditeurs du Big 4 et 0 sinon ; END le ratio dette total / total actif ; S\_ROA l'écart type du ROA sur les cinq dernières années ; AE le ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t ; MA le ratio : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus) ; MB le ratio valeur de la firme / total actif ; TAIL le logarithme du total actif ; ABS\_K la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005).

### 3.1. Le lien entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette

Le tableau 4 présente les résultats de notre hypothèse sur l'impact de la présence des auditeurs du Big 4 dans le collège de commissaires aux comptes sur la maturité de la dette. Ces résultats sont issus de l'estimation de notre modèle d'équations simultanées.

**Tableau 4 - Régressions à partir du type de collège de commissaires aux comptes**

	MD	MD	MD
0BIG	-0,0273** (-1,99)		
1BIG		-0,00437 (-0,34)	
2BIG			0,0523*** (2,93)
END	0,875*** (4,43)	0,940*** (4,52)	0,987*** (4,70)
ABS_K	-0,868*** (-5,41)	-0,892*** (-5,50)	-0,879*** (-5,43)
TAIL	0,141*** (3,78)	0,143*** (3,80)	0,148*** (3,94)
TAIL2	-0,0135** (-2,46)	-0,0136** (-2,40)	-0,0160*** (-2,86)
MB	0,0233 (1,51)	0,0276 (1,64)	0,0308* (1,75)
MA	0,000493 (0,66)	0,000449 (0,59)	0,000340 (0,44)
S_ROA	0,197*** (3,53)	0,192*** (3,38)	0,189*** (3,29)
AE	-0,0140 (-0,54)	-0,0152 (-0,59)	-0,0158 (-0,62)
Cons	0,231*** (4,04)	0,207*** (3,67)	0,199*** (3,48)
Effets Fixes	Oui	Oui	Oui
R <sup>2</sup>	0,150	0,135	0,127
N	2100	2100	2100

Avec : MD le ratio dette à plus d'un an / total dette ; 0BIG prend la valeur 1 si la société n'a pas d'auditeur du Big 4 et 0 sinon ; 1BIG prend la valeur 1 si le collège de commissaires aux comptes est composé d'un auditeur du Big 4 et d'un auditeur non Big 4 ; 2BIG prend la valeur 1 si le collège est constitué de deux auditeurs du Big

4 et 0 sinon ; END le ratio dette total / total actif ; S\_ROA l'écart type du ROA sur les cinq dernières années ; AE le ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t ; MA le ratio : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus) ; MB le ratio valeur de la firme / total actif ; TAIL le logarithme du total actif ; TAIL2 le logarithme du total actif élevé au carré ; ABS\_K la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et *al.* (2005) ; Cons la constante du modèle ; Effets fixes par secteurs et par années.

Conformément à notre hypothèse, nous trouvons que la présence des auditeurs du Big 4 dans le collège de co-commissaires aux comptes est associée positivement à la dette à long terme. De manière plus précise, tout d'abord, nous avons testé le lien entre la présence d'aucun auditeur du Big 4 (0Big) et la maturité de la dette. Les résultats font ressortir un lien négatif et significatif à 5% en absence d'auditeur du Big 4. Économiquement, le coefficient estimé montre que la proportion de la dette à long terme dans la dette totale diminue de 2,73% en absence d'auditeur du Big 4. Ensuite, nous avons testé le lien entre un collège composé de deux auditeurs du Big 4 (2Big) et la maturité de la dette. Les résultats montrent un lien positif et significatif à 1%. Ce résultat est également économiquement significatif car le coefficient estimé montre que la proportion de la dette à long terme dans la dette totale augmente de 5,23 % en présence de deux auditeurs du Big 4. Enfin, nous avons testé le lien entre un collège composé d'un auditeur du Big 4 et d'un auditeur non Big 4 avec la maturité de la dette. Le lien observé est négatif mais pas significatif. Ce résultat non significatif semble traduire une situation intermédiaire entre le passage de 0 Big 4 (un lien négatif) à 2 Big 4 (un lien positif). Il est à noter que nos résultats corroborent ceux El Ghouli, Guedhami, Pittman, et Rizeanu (2016) obtenus dans un contexte international différent du contexte français de co-commissariat aux comptes.

La littérature montre que la présence des auditeurs du Big 4 est associée à une meilleure qualité d'information financière (Becker et *al.* (1998) ; Francis et *al.* (2009)). Cette présence d'auditeur réputé contribue alors à rassurer les prêteurs quant à la fiabilité de l'information financière fournie par la firme. Par conséquent, les prêteurs vont utiliser moins de dette à court terme pour contrôler le risque de défaut de l'emprunteur car les prêteurs estiment le risque de défaut à partir des informations fournies par la firme. Dès lors, la présence d'auditeur réputé contribue à obtenir des maturités de dette plus longue.

En outre, la littérature montre un lien positif entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette (Bharath et *al.* (2008) ; García-Teruel et *al.* (2010)). Par conséquent, le lien positif entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette pourrait provenir uniquement de l'impact de la qualité de l'information financière de la firme. Afin de s'assurer que le lien entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette n'est pas dû uniquement à la qualité de l'information financière, nous avons inclus dans notre modèle la mesure de gestion des résultats de Kothari et *al.* (2005). Les résultats de nos régressions montrent que le lien entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette n'est pas dû uniquement à la qualité de l'information financière qu'aurait la firme grâce à la présence des auditeurs du Big 4. Par conséquent, la réputation de l'auditeur joue un rôle important dans la structure de maturité de la dette des sociétés indépendamment de la qualité de l'information financière qu'aurait la firme grâce à la présence des auditeurs du Big 4. On peut donc penser que la réputation de l'auditeur apporte de la confiance aux prêteurs quant à la qualité de la firme de manière générale.

### 3.2. Robustesse des résultats

Le choix des sociétés d'avoir un auditeur du Big 4 peut être lié à leurs caractéristiques. Par conséquent, afin de contrôler ce potentiel problème d'endogénéité, nous avons également effectué une régression à partir d'un échantillon constitué par la méthode d'appariement par score de propension (Rosenbaum et Rubin, 1983). Suivant la littérature sur cette méthode, elle consiste à appairer les sociétés qui ont un Big 4 avec celles qui n'ont pas de Big 4 lorsque ces deux sociétés ont le même score de propension (la même probabilité d'avoir un Big 4). Cette méthode va permettre ainsi d'obtenir deux groupes d'individus qui ont les mêmes caractéristiques.

Pour mettre en place cette méthode, nous commençons par estimer la probabilité d'avoir un Big 4 compte tenu des caractéristiques de la firme à partir du modèle logit suivant :

$$BIG = \alpha_0 + \alpha_1 TAIL + \alpha_2 MB + \alpha_3 MA + \alpha_4 ROA + \alpha_5 END + \alpha_6 S\_ROA + \text{Effets fixes} + \mu,$$

Avec :

BIG = prend la valeur 1 si la société a au moins un auditeur du Big 4 dans son collège de commissaires aux comptes et 0 sinon

TAIL = Logarithme du total actif

MB = Valeur de la firme divisée par le total actif

FAR = Immobilisation corporelle net divisé par le total actif

ROA = EBITDA divisé par le total actif

S\_ROA = Écart type du ROA sur les cinq dernières années

MA = (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus)

Ensuite, pour constituer notre nouvel échantillon avec des individus qui ont les mêmes caractéristiques, nous apparions les sociétés qui ont au moins un Big 4 avec celles qui n'ont pas de Big 4 lorsque ces dernières ont le même score de propension, ou une distance maximale du score de propension entre deux paires de 3%. Pour tester la robustesse de notre résultat du lien positif entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette, nous utilisons la variable binaire BIG qui prend la valeur 1 si la société a au moins un Big 4 et 0 sinon. Le tableau 4 présente les résultats de la régression à partir de l'échantillon d'appariement par score de propension.

**Tableau 5 - Régressions à partir de l'échantillon constitué par l'appariement par score de propension**

	MD
BIG	0,0265** (2,52)
END	0,199 (0,85)
ABS_K	-0,197 (-0,97)
TAIL	0,157*** (3,16)
TAIL2	-0,0121* (-1,73)
MB	-0,0227*** (-3,39)
MA	0,00140 (1,60)
S_ROA	0,195*** (4,50)
AE	-0,0667*** (-2,79)
Cons	0,273*** (4,48)
Effets fixes	oui
R <sup>2</sup>	0,181
N	2742

Avec : MD le ratio dette à plus d'un an / total dette ; BIG prend la valeur 1 si la société a au moins un auditeur du Big 4 dans son collège de commissaires aux comptes et 0 sinon; END le ratio dette total / total actif ; S\_ROA l'écart type du ROA sur les cinq dernières années ; AE le ratio de variation du résultat opérationnel entre t et t+1 divisé par la valeur de marché de la firme en t ; MA le ratio : (immobilisation corporelle brute / total actif) × (immobilisation corporelle brute / dotations aux amortissements) + (actif courant / total actif) × (actif courant / coût des produits vendus) ; MB le ratio valeur de la firme / total actif ; TAIL le logarithme du total actif ; TAIL2 le logarithme du total actif élevé au carré ; ABS\_K la valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et *al.* (2005) ; Cons la constante du modèle ; Effets fixes par secteurs et par années.

L'objectif de ce test de robustesse est de construire un groupe de sociétés non Big 4 comparable par leurs caractéristiques à un groupe de sociétés Big 4, afin de permettre une estimation non biaisée de l'impact de la présence des auditeurs Big 4 sur la maturité de la dette, en contrôlant le biais de sélection. Le résultat de ce test de robustesse montre un lien positif et significatif à 5% entre la présence d'au moins un auditeur Big 4 et la dette à long terme. Ainsi, en contrôlant par les caractéristiques influençant le choix des sociétés de recourir à un auditeur Big 4, cette régression à partir d'un échantillon constitué par la méthode d'appariement par score de propension nous permet de renforcer nos résultats.

## **Conclusion**

Notre recherche vise à étudier dans le contexte français du co-commissariat aux comptes, le lien entre la présence d'auditeurs réputés dans le collège de commissaires aux comptes et la maturité de la dette. Les analyses sont conduites sur un échantillon de 210 sociétés cotées de l'indice CAC All Share sur la période 2005-2014.

Les résultats soulignent que la présence des auditeurs du Big 4 dans la composition du collège de commissaires aux comptes est associée positivement à la dette à long terme. Ce résultat suggère que la réputation de l'auditeur apporte une certaine assurance aux prêteurs quant à la fiabilité de l'information financière fournie par la société. Par conséquent, puisque le prêteur s'appuie sur les informations divulguées par la firme pour estimer le risque de défaut, cette assurance va favoriser l'attribution de dette à long terme par les prêteurs. Ainsi, ces résultats vont dans le sens de la littérature qui montre que la qualité de l'audit réduit l'asymétrie d'information entre les partenaires de l'entreprise.

Cette étude contribue à la littérature sur le lien entre la présence des auditeurs du Big 4 et la maturité de la dette car à notre connaissance, nous intégrons pour la première fois la spécificité française du co-commissariat aux comptes.

Plusieurs voies d'amélioration et d'analyses complémentaires sont possibles dans le prolongement de cette recherche. Par exemple, il pourrait être intéressant d'étudier l'impact de la durée des mandats d'audit, ou encore faire une distinction entre la dette bancaire et la dette obligataire.

**Annexe : Définition des variables**

Variable dépendante	
Maturité de la dette (MD)	ratio dette à plus d'un an / total dette
Variables indépendantes	
0BIG	prend la valeur 1 si la société n'a pas d'auditeur du Big 4 et 0 sinon
1BIG	prend la valeur 1 si la société a 1 Big 4 et 1 non-Big, et 0 sinon
2BIG	prend la valeur 1 si la société a 2 Big 4 et 0 sinon
Variables de contrôle	
END	dette total / total actif
S_ROA	écart type du ROA sur les cinq dernières années
AE	variation du résultat opérationnel entre t et t+1 / valeur de la firme en t
MA	$(\text{immobilisation corporelle brute} / \text{total actif}) \times (\text{immobilisation corporelle brute} / \text{dotations aux amortissements}) + (\text{actif courant} / \text{total actif}) \times (\text{actif courant} / \text{coût des produits vendus})$
MB	valeur de la firme / total actif
TAIL	logarithme du total actif
ABS_K	valeur absolue des accruals discrétionnaires calculés selon le modèle de Kothari et al. (2005)

**Bibliographie**

Barclay, M. J., et Smith Jr, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 50(2), 609-631.



- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., et Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Ben-Nasr, H., Boubaker, S., et Rouatbi, W. (2015). Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 35, 265-285.
- Berger, A. N., Espinosa-Vega, M. A., Frame, W. S., et Miller, N. H. (2005). Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 60(6), 2895-2923.
- Bessière, V., et Schatt, A. (2010). L'investissement dans la réputation par les auditeurs et les analystes financiers. *Revue Française de Gestion*, (207), 169-180.
- Bharath, S. T., Sunder, J., et Sunder, S. V. (2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- Brockman, P., Martin, X., et Unlu, E. (2010). Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 65(3), 1123-1161.
- Chang, X., Dasgupta, S., et Hilary, G. (2009). The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions. *Accounting Review*, 84(4), 1085-1117.
- Chou, J., Zaiats, N., et Zhang, B. (2014). Does auditor choice matter to foreign investors? Evidence from foreign mutual funds worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 46, 1-20.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. A. I., et Raman, K. (2005). Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 60(5), 2333-2350.
- Deng, M., Lu, T., Simunic, D. A., et Ye, M. (2014). Do Joint Audits Improve or Impair Audit Quality? *Journal of Accounting Research*, 52(5), 1029-1060.
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., et Pittman, J. (2016). Cross-country evidence on the importance of Big Four auditors to equity pricing: The mediating role of legal institutions. *Accounting, Organizations & Society*, 54, 60-81.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Pittman, J. A., et Rizeanu, S. (2016). Cross-Country Evidence on the Importance of Auditor Choice to Corporate Debt Maturity. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 718-751.

- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Francis, J. R., Richard, C., et Vanstraelen, A. (2009). Assessing France's Joint Audit Requirement: Are Two Heads Better than One? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 28(2), 35-63.
- Garcia-Teruel, P. J., Martinez-Solano, P., et Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). Accruals Quality and Debt Maturity Structure. *Abacus*, 46(2), 188-210.
- Johnson, S. A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage. *Review of Financial Studies*, 16(1), 209-236.
- Khurana, I. K., et Raman, K. K. (2004). Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries. *Accounting Review*, 79(2), 473-495.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., et Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Lobo, G. J., Paugam, L., Zhang, D., et Casta, J. F. (2017). The Effect of Joint Auditor Pair Composition on Audit Quality: Evidence from Impairment Tests. *Contemporary Accounting Research*, 34(1), 118-153.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., et Miller, D. P. (2004). Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 755-793.
- Marmousez, S. (2012). Étude d'une exception française : les déterminants du choix de la composition du collège de commissaires aux comptes. *Comptabilité – Contrôle – Audit.*, 18(1), 121-151.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Piot, C., et Janin, R. (2007). External Auditors, Audit Committees and Earnings Management in France. *European Accounting Review*, 16(2), 429-454.
- Pittman, J. A., et Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting & Economics*, 37(1), 113.
- Rosenbaum, P., et D. B. Rubin. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal Effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55.

Stohs, M. H., et Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business*, 69(3), 279.



## Conclusion générale

Ce travail doctoral s'intéresse aux déterminants de la maturité de la dette des sociétés. Il s'agit pour nous de contribuer à la littérature en analysant l'influence sur la maturité de la dette des aspects encore peu étudiés dans la littérature : la structure de l'actionnariat, la qualité de l'information financière et la qualité d'audit.

Le premier chapitre examine le lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette dans le contexte français. Nous étudions deux caractéristiques de la structure de l'actionnariat : la concentration et la nature des actionnaires. Il ressort de cette étude une relation non linéaire en forme de U inversé entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Par ailleurs, le deuxième actionnaire est également associé en forme de U inversé avec la maturité de la dette. Concernant la nature des actionnaires, nous avons étudié l'influence de l'actionnariat dirigeant, familial et financier sur la maturité de la dette. Nous obtenons également une relation non linéaire en forme de U inversé pour l'actionnariat dirigeant et l'actionnariat familial. Pour l'actionnariat financier, nos résultats font apparaître un lien positif et linéaire avec la maturité de la dette.

Puisque la dette à court terme est reconnue dans la littérature comme un mécanisme disciplinaire, nous répondons alors à la question de savoir dans quelle mesure la structure de l'actionnariat, pris comme un mécanisme disciplinaire, influence le choix de la dette à court terme, également pris comme mécanisme disciplinaire. Cette question revient alors en quelque sorte à analyser la substituabilité ou la complémentarité de ces deux mécanismes disciplinaires. Ainsi, nous montrons que dans une certaine mesure, la dette à court terme peut, d'une part se substituer à la structure de l'actionnariat comme mécanisme disciplinaire, et, d'autre part, être complémentaire à la structure de l'actionnariat. En effet, nos résultats suggèrent un effet de substitution dès lors que la structure de l'actionnariat favorise une surveillance des dirigeants. La dette à court terme comme mécanisme de contrôle n'est donc pas nécessaire. En revanche, au-delà d'un certain seuil d'alignement des intérêts qui conduit à

l'enracinement du dirigeant ou de l'actionnaire, la dette à court terme vient renforcer le contrôle et agit alors comme un mécanisme disciplinaire complémentaire à la structure de l'actionnariat.

Ce premier chapitre contribue à approfondir l'étude du lien entre la structure de l'actionnariat et la maturité de la dette en trois points. Premièrement, elle met en évidence le rôle du deuxième actionnaire qui semble influencer le choix de la maturité de la dette. En effet, nos résultats suggèrent qu'au-delà d'un certain seuil de détention des droits de vote du deuxième actionnaire, les deux principaux actionnaires agissent de concert en exerçant un contrôle complémentaire par la dette à court terme. Deuxièmement, nous mettons en évidence pour la première fois une relation non linéaire en forme de U inversé entre l'actionnariat familial et la maturité de la dette. Troisièmement, nous apportons des éléments de réponses quant à l'utilisation de la dette à court terme comme mécanisme disciplinaire complémentaire aux autres mécanismes disciplinaires tels que la structure de l'actionnariat.

Cependant, ce premier chapitre présente des limites qui constitueront des perspectives de recherche. Il pourrait convenir d'étudier d'autres types d'actionnaires comme les salariés ou les industriels. Le conseil de direction par ses caractéristiques exerce également un rôle de contrôle dont on pourrait étudier l'influence sur la maturité de la dette.

Le deuxième chapitre s'intéresse à la relation entre la qualité de l'information financière et la maturité de la dette dans un contexte international. Plus précisément, nous y abordons l'effet de la gestion des résultats sur la maturité de la dette. La gestion des résultats réduit la qualité de l'information financière et accroît ainsi l'asymétrie d'information entre les créanciers et la firme. Nous montrons alors dans ce second chapitre que la gestion des résultats a un effet négatif sur la dette à long terme. En outre, nous montrons que le lien négatif entre la gestion des résultats et la dette à long terme ne tient que dans les pays de droit civil.

Les résultats de ce second chapitre mettent en évidence le rôle important de la qualité de l'information financière dans les contrats de prêts. Nous montrons qu'une bonne qualité d'information financière, en réduisant l'asymétrie d'information entre la firme et les créanciers, contribue à obtenir de bonnes conditions d'emprunt telles que des maturités de dette longues. Nos résultats suggèrent également que le niveau de protection des créanciers

influence le lien entre la gestion des résultats et la maturité de la dette. En effet, le système juridique de droit commun, avec une meilleure protection des créanciers tend à compenser la faiblesse de la qualité de l'information financière des emprunteurs. Ainsi, une bonne protection des créanciers apporte plus de confiance aux prêteurs dans le financement de la firme.

La contribution de ce deuxième chapitre à la littérature est double. Premièrement, notre étude prolonge les études antérieures en montrant que la gestion réelle des résultats a également un effet négatif sur la maturité de la dette. Deuxièmement, notre étude met en exergue que le lien négatif entre la gestion des résultats et la maturité de la dette ne tient que dans les pays de droit civil où la protection des créanciers est plus faible par rapport aux pays de droit commun.

Les limites de ce deuxième chapitre peuvent également constituer des perspectives de recherche. Par exemple, cette étude ne distingue pas la dette bancaire de la dette obligataire. Or, ces deux types de créanciers peuvent avoir des approches différentes dans l'utilisation de l'information comptable et financière. Il pourrait être alors pertinent d'étudier l'influence de la qualité de l'information comptable sur la maturité de la dette en distinguant la dette bancaire de la dette obligataire.

Enfin, le troisième chapitre de cette thèse se concentre sur l'impact du choix des auditeurs sur la maturité de la dette. Cette étude explore la particularité de l'audit légal en France marqué par le co-commissariat aux comptes. Nous contribuons alors à la littérature en montrant que la présence des auditeurs du Big 4 dans un contexte de co-commissariat aux comptes est associée à plus de dette à long terme dans la structure de dette des firmes.

Puisque la qualité de l'audit tend à améliorer la qualité de l'information financière, nous contrôlons l'effet de la qualité de l'information financière dans cette étude. Dès lors, les résultats de cette étude tendent à montrer qu'au-delà de l'impact de la qualité d'audit sur l'information financière, la présence même d'auditeur réputé tend à rassurer les prêteurs. Cette assurance peut alors se traduire dans la fiabilité de l'information financière, ou encore dans la qualité même de la firme. Par conséquent, la réputation de l'auditeur influence la maturité de la dette.

Cependant, l'étude réalisée au cours de ce troisième chapitre présente des limites qui constitueront des perspectives de recherche. Une limite de cette étude porte sur la mesure de la maturité de la dette. En effet, elle ne prend pas en compte d'autres mesures de maturité de la dette afin de renforcer les résultats obtenus. De même pour la variable utilisée comme proxy de la qualité de l'information financière qui pourrait être renforcée en utilisant d'autres mesures de qualité d'information financière. Enfin, des analyses complémentaires sont possibles dans le prolongement de ce troisième chapitre. Par exemple, il pourrait être intéressant d'étudier l'impact de la durée des mandats d'audit sur la maturité de la dette.





## Bibliographie générale

- Agrawal, A., et Knoeber, C.R. (1998). Managerial Compensation and the Threat of Takeover, *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 2, p. 219-239.
- Aguilera, R.V., Filatotchev, I., Gospel, H., et Jackson, G. (2008). An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities, *Organization Science*, vol. 19, n° 3, p. 475-492.
- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., Stanford-Harris, M. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review*, 77(4): 867-890.
- An, Z., Li, D., Yu, J. (2016). Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. *Journal of Banking & Finance*, 68: 131-152.
- Anderson, R.C., et Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1327.
- Antoniou, A., Guney, Y., et Paudyal, K. (2006). The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194.
- Arslan, Ö., et Karan, M.B. (2006). Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: a panel study of an emerging market, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 14, n° 4, p. 312-324.
- Barclay, M. J., et Smith Jr, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Barclay, M.J., Marx, L.M., et Smith Jr, C.W. (2003). The Joint Determination of Leverage and Maturity, *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, n° 2, p. 149-167.
- Barclay, M.J., Marx, L.M., et Smith Jr. , C.W. (1997). Leverage and Maturity as Strategic Complement, *Working Paper*, University of Rochester.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., et Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Beneish, M.D. (1997). Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance, *Journal of Accounting & Public Policy*, vol. 16, n° 3, p. 271-309.

- Benmelech, E. (2006). Managerial Entrenchment and Debt Maturity: Theory and Evidence, *Working Paper*, Harvard University.
- Ben-Nasr, H., Boubaker, S., et Rouatbi, W. (2015). Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 35, 265-285.
- Berger, A. N., Espinosa-Vega, M. A., Frame, W. S., et Miller, N. H. (2005). Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 60(6), 2895-2923.
- Berger, P.G., Ofek, E., et Yermack, D.L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, p. 1411-1438.
- Bessière, V., et Schatt, A. (2010). L'investissement dans la réputation par les auditeurs et les analystes financiers. *Revue Française de Gestion*.(207), 169-180.
- Bharath, S. T., Sunder, J., et Sunder, S. V. (2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- Bhattacharya, N., Desai, H., Venkataraman, K. (2013). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2): 482-516.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, 78(3): 641-678.
- Brick, I. E., et Ravid, S. A. (1985). On the Relevance of Debt Maturity Structure. *Journal of Finance*, 40(5), 1423-1437.
- Brockman, P., Martin, X., et Unlu, E. (2010). Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 65(3), 1123-1161.
- Burns, N., Kedia, S., et Lipson, M. (2010). Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting, *Journal of Corporate Finance*, vol. 16, n° 4, p. 443-455.
- Bushee, B.J. (1998). The Influence of Institutional Investors in Myopic R&D Investment Behavior, *Accounting Review*, vol. 73, n° 3, p. 305-333.
- Bushman, R. M., Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3): 237-333.
- Chan, Y., Greenbaum, S. I., et Thakor, A. V. (1986). Information Reusability, Competition and Bank Asset Quality. *Journal of Banking & Finance*, 10(2/3), 243-253.
- Chang, X., Dasgupta, S., et Hilary, G. (2009). The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions. *Accounting Review*, 84(4), 1085-1117.
- Charreaux, G. (1996). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises, *Revue française de gestion*, n° 107, p. 50-64.

- Chou, J., Zaiats, N., et Zhang, B. (2014). Does auditor choice matter to foreign investors? Evidence from foreign mutual funds worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 46, 1-20.
- Christensen, H. B., Nikolaev, V. V., Wittenberg-Moerman, R. (2016). Accounting Information in Financial Contracting: The Incomplete Contract Theory Perspective. *Journal of Accounting Research*, 54(2): 397-435.
- Claessens, S., Djankov, S., et Lang, L.H.P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 81-112.
- Costello, A. M., Wittenberg-Moerman, R. (2011). The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1): 97-136.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. A. I., et Raman, K. (2005). Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, 60(5), 2333-2350.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2): 193-225.
- Demirguc-Kunt, A., et Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 295-336.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law & Economics*, vol. 26, n° 2, p. 375-390.
- Demsetz, H., et Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Deng, M., Lu, T., Simunic, D. A., et Ye, M. (2014). Do Joint Audits Improve or Impair Audit Quality? *Journal of Accounting Research*, 52(5), 1029-1060.
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689.
- Easley, D., Hvidkjaer, S., O'Hara, M. (2002). Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? *The Journal of Finance*, 57(5): 2185-2221.
- Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59(4): 1540-6261.

- El Ghouli, S., Guedhami, O., et Pittman, J. (2016) . Cross-country evidence on the importance of Big Four auditors to equity pricing: The mediating role of legal institutions. *Accounting, Organizations & Society*, 54, 60-81.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Pittman, J. A., Rizeanu, S. (2016). Cross-Country Evidence on the Importance of Auditor Choice to Corporate Debt Maturity. *Contemporary Accounting Research*, 33(2): 718-751.
- Faccio, M., et Lang, L.H.P. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Fama, E., et Jensen, M. (1983). The Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-325.
- Fan, J. P. H., Titman, S., Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1): 23-56.
- Fang, X., Li, Y., Xin, B., Zhang, W. (2016). Financial Statement Comparability and Debt Contracting: Evidence from the Syndicated Loan Market. *Accounting Horizons*, 30(2): 277-303.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.
- Francis, J. R., Richard, C., et Vanstraelen, A. (2009). Assessing France's Joint Audit Requirement: Are Two Heads Better than One? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 28(2), 35-63.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2): 295-327.
- García-Teruel, P., et Martínez-Solano, P. (2010). Ownership Structure and Debt Maturity: New Evidence from Spain, *Review of Quantitative Finance & Accounting*, vol. 35, n° 4, p. 473-491.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., et Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). Accruals Quality and Debt Maturity Structure. *Abacus*, 46(2), 188-210.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J. P. (2014). The role of accruals quality in the access to bank debt. *Journal of Banking & Finance*, 38: 186-193.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., Sánchez-Ballesta, J. P. (2014). Supplier Financing and Earnings Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9/10): 1193-1211.

- Gomez-Mejia, L.R., Nuñez-Nickel, M., et Gutierrez, I. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts, *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 1, p. 81-95.
- Grossman, S.J., et Hart, O.D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. in J. McCall (éd.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press.
- Guedes, J., Opler, T. (1996). The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues. *The Journal of Finance*, 51(5): 1809-1833.
- Guigou, J. D., et Vilanova, L. (1999). Les vertus du financement bancaire : fondements et limites. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(2), 97-133.
- Guney, Y., et Ozkan, A. (2005). New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions, *Applied Financial Economics Letters*, vol. 1, n° 4, p. 233-238.
- Hajiha, Z., et Akhlaghi, H.A. (2011). Ownership Structure and Debt Maturity Structure: An Empirical Study on Iranian Firms, *Middle-East Journal of Scientific Research*, vol. 9, n° 6, p. 814-825.
- Hart, O., et Moore, J. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management, *American Economic Review*, vol. 85, n° 3, p. 567-585.
- Haw, I.-M., Hu, B., Hwang, L.-S., et Wu, W. (2004). Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, n° 2, p. 423-462.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3): 405-440.
- Hong, H. A., Hung, M., Zhang, J. (2016). The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2): 644-681.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- Jensen, M.C., et Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Johnson, S. A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage. *Review of Financial Studies*, 16(1), 209-236.

- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2): 193-228.
- Kane, A., Marcus, A. J., et McDonald, R. L. (1985). Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 20(4), 479-499.
- Khurana, I. K., et Raman, K. K. (2004). Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries. *Accounting Review*, 79(2), 473-495.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., et Stohs, M. H. (1995). Corporate Debt Maturity Policy and Investor Tax-Timing Options: Theory and Evidence. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 24(1), 33-45.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., et Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- La Porta, R. L., Lopez, x, de, x, Silanes, F., . vishny, r. w. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Laeven, L., et Levine, R. (2008). Complex Ownership Structures and Corporate Valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.
- Lee, Y.-C., et Chang, W.-H. (2013). How Controlling Shareholders Impact Debt Maturity Structure in Taiwan, *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 24, n° 2, p. 99-139.
- Leland, H. E., et Toft, K. B. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3): 505-527.
- Lewis, C. M. (1990). A Multiperiod Theory of Corporate Financial Policy under Taxation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 25(1), 25-43.
- Lobo, G. J., Paugam, L., Zhang, D., et Casta, J. F. (2017). The Effect of Joint Auditor Pair Composition on Audit Quality: Evidence from Impairment Tests. *Contemporary Accounting Research*, 34(1), 118-153.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F., et Miller, D. P. (2004). Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 755-793.
- Marchica, M.-T. (2008). On the Relevance of Ownership Structure in Determining the Maturity of Debt, *Working Paper*, University of Manchester.

- Marchica, M.-T. (2011). Corporate Debt Maturity and Monitoring by Institutional Investors, *Working Paper*, University of Manchester.
- Mard, Y., et Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français, *Comptabilité – Contrôle – Audit*, vol. 18, n° 3, p. 11-42.
- Mard, Y., Marsat, S., et Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français, *Finance Contrôle Stratégie*, [En ligne] vol. 17, n° 4.
- Marmousez, S. (2012). Étude d'une exception française : les déterminants du choix de la composition du collège de commissaires aux comptes. *Comptabilité – Contrôle – Audit.*, 18(1), 121-151.
- Maury, B., et Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.
- McCahery, J.A., Sautner, Z., et Starks, L.T. (2015). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Journal of Finance*, forthcoming.
- Misangyi, V.F., et Acharya, A.G. (2014). Substitutes or Complements? A Configurational Examination of Corporate Governance Mechanisms, *Academy of Management Journal*, vol. 57, n° 6, p. 1681-1705.
- Modigliani, F., et Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261.
- Morck, R., Shleifer, A., et Vishny, R.W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.
- Morris, J. R. (1976). A Model for Corporate Debt Maturity Decisions. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 11(3), 339-357.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nekhili, M. (1999). Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises. *Finance Contrôle Stratégie*, 2(3), 179-206.
- Ozkan, A. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212.
- Ozkan, A. (2002). The Determinants of Corporate Debt Maturity: Evidence from UK firms, *Applied Financial Economics*, vol. 12, n° 1, p. 19-24.
- Piot, C., et Janin, R. (2007). External Auditors, Audit Committees and Earnings Management in France. *European Accounting Review*, 16(2), 429-454.



- Pittman, J. A., et Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting & Economics*, 37(1), 113.
- Porter, M.E., et Wayland, R. (1992). Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. (cover story), *Harvard Business Review*, vol. 70, n° 5, p. 65-82.
- Rajan, R., et Winton, A. (1995). Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. *Journal of Finance*, 50(4), 1113-1146.
- Rediker, K.J., et Seth, A. (1995). Board of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanism, *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 2, p. 85-99.
- Rosenbaum, P., et D. B. Rubin. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal Effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55.
- Rosenstein, S., et Wyatt, J.G. (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n° 2, p. 175-191.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3): 335-370.
- Sarkar, S. (1999). Illiquidity risk, project characteristics, and the optimal maturity of corporate debt. *Journal of Financial Research*, 22(3), 353.
- Scherr, F. C., et Hulburt, H. M. (2001). The Debt Maturity Structure of Small Firms. *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 30(1), 85.
- Séverin, E. (2009). Focus on The Choice of Debt Maturity, *Bankers Markets & Investors*, n° 101, p. 49-58
- Shapiro, S. P. (1987). The Social Control of Impersonal Trust. *American Journal of Sociology*, 93(3), 623-658.
- Shleifer, A., et Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Stohs, M. H., et Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business*, 69(3), 279.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, n° 1, p. 3-27.
- Stulz, R.M. (2000). Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective, *Working Paper*, Ohio State University.
- Titman, S., et Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Tosi, H.L. (2008). Quo Vadis? Suggestions for Future Corporate Governance Research, *Journal of Management & Governance*, vol. 12, n° 2, p. 153-169.

- Tosi, H.L., Katz, J.P., et Gomez-Mejia, L.R. (1997). Disaggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making, *Academy of Management Journal*, vol. 40, n° 3, p. 584-602.
- Watts, R. L., et Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *Accounting Review*, 53(1), 112.
- Watts, R. L., et Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, vol. 48, n° 4, p. 817-838.
- Yuan, D., Hua, Z., et Junxi, Z. (2007). Private vs State Ownership and Earnings Management: evidence from Chinese listed companies, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n° 2, p. 223-238.

