



HAL
open science

MATURITÉ DE LA DETTE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Yao Maurice, Yves Mard, Éric Séverin

► **To cite this version:**

Yao Maurice, Yves Mard, Éric Séverin. MATURITÉ DE LA DETTE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE. Comptabilité, Contrôle et Audit des invisibles, de l'informel et de l'imprévisible, May 2015, Toulouse, France. pp.cd-rom. hal-01188805

HAL Id: hal-01188805

<https://hal.science/hal-01188805>

Submitted on 31 Aug 2015

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.

MATURITÉ DE LA DETTE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Yao MAURICE

Université d'Auvergne
Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management (CRCGM)
E-Mail : yao.maurice@udamail.fr

Yves MARD

Université d'Auvergne
Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management (CRCGM)
E-Mail : yves.mard@udamail.fr

Éric SÉVERIN

Université de Lille 1
Lille Economie et Management (LEM)
E-Mail : eric.severin@univ-lille1.fr

Résumé : L'objectif de notre recherche est d'étudier le lien entre les mécanismes disciplinaires de gouvernance d'entreprise et la maturité de la dette. L'étude est conduite sur un échantillon de sociétés françaises de l'indice Alternext sur la période 2011-2012. 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'à un certain seuil de détention des droits de vote, puis négativement au-delà de ce seuil (relation en forme de U renversé). Ensuite, la nature de l'actionnariat, à savoir l'actionnariat familial et l'actionnariat dirigeant sont également associées positivement à la maturité de la dette jusqu'à un certain seuil de détention, puis négativement au-delà de ce seuil. L'actionnariat financier est associé positivement à la maturité de la dette. Par ailleurs, la part détenue par le deuxième actionnaire est liée positivement à la maturité de la dette. Enfin, concernant la composition du conseil, nos résultats mettent en évidence une relation négative entre le pourcentage de femmes au sein du conseil et la maturité de la dette.

Mots clés : Maturité de la dette, structure de l'actionnariat, composition du conseil

Abstract: The aim of our research is to study the link between the disciplinary of corporate governance mechanisms and debt maturity. The study is performed on a sample of Alternext listed French companies over the 2011-2012 period. Our results show that the monitoring by short-term debt can, to a certain extent, to be a substitute for traditional governance mechanisms. First, the ownership concentration measured by the two largest shareholders is positively associated with debt maturity until a certain threshold of voting rights and negatively over the threshold (inverted u-shape relationship). Then, the nature of ownership, i.e. family ownership and managerial ownership are also positively associated with debt maturity until a certain threshold, and negatively over the threshold. The institutional investor ownership is positively associated with debt maturity. Moreover, the fraction owned by the second shareholder is positively linked with debt maturity. Finally, As far as the composition of the board, our results highlight a negative relation between the percentage of women on the Board and debt maturity.

Key words : debt maturity, ownership structure, board composition

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 d'agence : la divergence d'intérêt des acteurs, l'asymétrie d'information et l'opportunisme de l'agent. L'objectif de l'actionnaire étant la maximisation de la valeur de la firme, celui du dirigeant pourrait être différent, et le conduirait éventuellement à rechercher un accroissement de sa richesse, de son pouvoir, ou encore la sécurité de son emploi. 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.

L'influence de la dette comme mécanisme disciplinaire favorisant la réduction des conflits d'agence est reconnue dans la littérature par Grossman et Hart (1982), Jensen (1986), Stulz (1990), Hart et Moore (1995). La dette à court terme en particulier nécessite des renouvellements plus fréquents, permettant ainsi une surveillance de la gestion des dirigeants. Elle est donc un moyen très efficace de contrôler les dirigeants (Stulz, 2000). Si la dette à court terme est un moyen très efficace de contrôler les dirigeants, à l'inverse, le choix des dirigeants pour la dette à long terme peut s'expliquer par leurs préférences d'être le moins possible contrôlés. Berger et al. (1997), montrent que les dirigeants les plus enracinés préfèrent les financements en fonds propres par rapport à la dette. Tandis que Datta et al. (2005) montrent que les dirigeants avec une participation faible dans le capital de la firme, et donc un alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires faible, ont tendance à utiliser plus de dette à long terme.

L'objectif de cet article est d'étudier le lien entre les mécanismes disciplinaires de gouvernance d'entreprise et la maturité de la dette. L'intérêt de cette recherche se trouve dans le peu d'études réalisées sur le lien entre la gouvernance et la maturité de la dette.

Deux caractéristiques de gouvernance sont étudiées : la structure de l'actionnariat et la composition du conseil. 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. Le conseil d'administration ou de surveillance est le mécanisme de gouvernance interne chargé de discipliner les dirigeants. Cependant, le rôle de surveillance du conseil à l'égard des dirigeants apparaît plus important dans les sociétés managériales où le capital est le plus dispersé (Charreaux et Pitol-Belin, 1997). Dans les sociétés contrôlées, le rôle disciplinaire peut être effectué par les actionnaires principaux. Pour ces auteurs, ces deux mécanismes de contrôle ont un caractère de substituabilité.

Comme la dette à long terme permet aux dirigeants d'éviter une surveillance fréquente par rapport à la dette à court terme, les dirigeants avec peu ou pas de participation dans le capital auraient tendance à préférer la dette à maturité longue (Datta et al, 2005).

Ceci nous conduit à la question de recherche suivante : existe-t-il un lien entre les structures de gouvernance de l'entreprise et la maturité de la dette ?

L'étude porte sur un échantillon de 280 sociétés des compartiments A, B, et C, d'Alternext et du marché libre sur la période 2011 et 2012. Nous avons étudié la concentration de l'actionnariat à travers le premier actionnaire et les deux premiers actionnaires. La nature de l'actionnaire par l'actionnariat dirigeant, familial, et financier. La composition du conseil par la présence d'administrateurs indépendants, le cumul du mandat de directeur général et de président du conseil, la taille du conseil, le nombre de femmes au sein du conseil, l'organisation sous la forme de conseil d'administration ou de surveillance.

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. En revanche, les résultats sont moins significatifs avec la composition du conseil. Toutefois, le pourcentage de femmes au sein du conseil est associé significativement à la maturité de la dette.

L'article est structuré en trois parties. La première partie s'attache à l'analyse du cadre théorique du lien entre la gouvernance de l'entreprise et la maturité de la dette, la revue de la littérature, ainsi que les hypothèses de recherche. La seconde partie présente la méthodologie. Enfin, nous présentons les résultats de l'étude empirique.

1 Cadre théorique, revue de littérature et hypothèses

Cette première partie présente en deux points, le cadre théorique de notre étude, ainsi que la revue de la littérature. Les hypothèses de recherche seront issues de l'analyse du cadre théorique et de la revue de la littérature.

1.1 Gouvernance et maturité de la dette : le cadre théorique d'analyse

Le lien entre la gouvernance et la maturité de la dette peut s'analyser à partir de la théorie de l'agence et la théorie de l'enracinement. La théorie de l'agence soutient une divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Ce qui nécessite des mécanismes disciplinaires envers ces derniers. La théorie de l'enracinement suppose que les dirigeants ont des stratégies pour neutraliser les mécanismes de contrôle qui pèsent sur eux, afin de renforcer leur position interne dans l'entreprise.

1.1.1 Théorie de l'agence

Pour Jensen et Meckling (1976), « il existe une relation d'agence lorsqu'une personne à recours aux services d'une autre personne en vue d'accomplir en son nom une tâche quelconque ». Pour ces auteurs, il existe dans les firmes managériales une divergence d'intérêts potentielle entre le principal représenté par l'actionnaire, et l'agent par le dirigeant. L'actionnaire recherche la maximisation de la valeur de la firme, tandis que le dirigeant pourrait avoir un intérêt personnel autre que celui de l'actionnaire. De plus, les actionnaires n'ont pas toujours la capacité d'évaluer et de contrôler l'action des dirigeants qui bénéficient d'une asymétrie d'information liée à leur position au centre de toutes les relations avec les parties prenantes de l'entreprise. A partir de ces considérations, chaque entreprise doit instaurer des mécanismes de gouvernance permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

Pour Jensen et Meckling (1976), Grossman et Hart (1982), Jensen (1986), et Stulz (1990), l'endettement joue un rôle disciplinaire à l'égard des dirigeants dans la réduction des conflits d'agence. Le renouvellement plus fréquent de la dette à court terme va permettre de mieux suivre la gestion des dirigeants. Aussi, lorsqu'une entreprise est endettée, elle doit avoir une gestion qui lui permet d'effectuer des décaissements réguliers pour rembourser les prêteurs. 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. Tandis que pour Stulz (2000), la dette à court terme peut être un outil très efficace de contrôle des dirigeants. Ainsi, la dette à court terme est un mécanisme disciplinaire conduisant à réduire les conflits d'agence.

1.1.2 Théorie de l'enracinement

Shleifer et Vishny (1989) estiment qu'il n'y a aucune raison de considérer que les dirigeants resteront passifs en toutes circonstances face aux différents mécanismes de contrôle. Pour ces auteurs, les dirigeants ont au contraire les moyens de mettre en œuvre des stratégies personnelles pour les contourner. Les stratégies d'enracinement visent à neutraliser les différents mécanismes de contrôle qui pèsent sur les dirigeants. Dans un contexte d'asymétrie informationnelle entre les dirigeants qui sont au centre de la gestion et les actionnaires, ils peuvent être amenés à prendre des décisions qui ne sont pas dans l'objectif de maximisation de la valeur de la firme, mais vont renforcer leur position interne en leur permettant de réduire les risques d'être révoqués.

Dans la mesure où la dette à court terme permet de contrôler les dirigeants, pour Benmelech (2006), les dirigeants enracinés se financeront avec de la dette à long terme pour éviter le risque de liquidation.

1.2 Revue de la littérature et hypothèses de recherche

Ce point est consacré à une revue de la littérature sur les travaux relatifs aux liens entre les mécanismes disciplinaires de gouvernance d'entreprise et la maturité de la dette. Les hypothèses de recherche seront issues de cette revue de la littérature.

1.2.1 Structure de l'actionnariat et maturité de la dette

- Actionnariat dirigeant

Datta et al (2005) ont étudié l'influence de l'actionnariat dirigeant sur la structure de maturité de la dette. L'étude a porté sur un échantillon d'entreprises industrielles américaines, et a montré que le choix des dirigeants dans la maturité de la dette se réduisait avec la part d'actions détenue dans le capital de la firme. Autrement dit, il existe une relation négative entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Les auteurs estiment que les dirigeants détenant plus d'actions, choisissent une large proportion de dette à court terme, s'engageant ainsi à 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. Tandis que Marchica (2008) sur un échantillon d'entreprises du Royaume uni également, trouve une relation négative

(mais non linéaire : négative puis positive) entre l'actionnariat dirigeant et la dette à court terme. Ce qui va dans le sens contraire des travaux de Datta et al (2005) et de Guney et Ozkan (2005).

Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) sur le marché espagnol montrent une relation non linéaire entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. Ils trouvent une relation positive pour un faible niveau d'actionnariat dirigeant, et une relation négative pour un niveau élevé d'actionnariat dirigeant. Hajiha et Akhlaghi (2011) en Iran, trouvent une relation positive entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme.

En définitive, les résultats des travaux empiriques sur le lien entre l'actionnariat dirigeant et la maturité de la dette ne fait l'objet d'un consensus. Certains trouvent une relation négative avec la dette à long terme, quand d'autres sont sur une relation positive, ou encore non linéaire de type concave. Cette absence de consensus nous conduit à formuler une hypothèse neutre sur le lien entre actionnariat du dirigeant et maturité de la dette :

H1: la part détenue par les actionnaires dirigeants est associée à la maturité de la dette

- Actionnariat financier

Le rôle des investisseurs financiers dans le contrôle des dirigeants semble important pour Brav et al. (2008) ainsi que Klein et Zur (2009), qui indiquent que les fonds de pension affectent significativement le paiement des dividendes et l'endettement dans le but de réduire les potentiels risques de liquidité. Bushee, (1998) observe que la présence d'actionnaires financiers limite les décisions opportunistes des dirigeants de réduction des dépenses de recherche et développement.

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 (M.E. Porter, 1992). Bushee (1998) et Burns et al (2010) notent que l'impact des investisseurs financiers est d'autant moins fort que ces institutionnels sont des investisseurs de passage.

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. Pour l'auteur, ce résultat montre le rôle important des actionnaires financiers dans le contrôle de la gestion des dirigeants. Dans le contexte iranien, Hajiha et Akhlaghi (2011) trouvent une relation positive entre l'actionnariat financier et la dette à long terme. D'un point de vue empirique, les travaux de Marchica ainsi que Hajiha et Akhlaghi ont des résultats opposés, même s'il est à noter que ces travaux ne sont pas dans le même contexte.

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). Cela nous conduit à formuler l'hypothèse suivante:

H2 : la part détenue par les actionnaires financiers est associée positivement à la maturité de la dette.

- Actionnariat familial

Lorsque l'actionnariat est familial, le contrôle des dirigeants est renforcé (Demsetz et Lehn 1985). Comme la richesse de la famille est étroitement liée à la firme, les familles peuvent avoir un fort intérêt à surveiller les dirigeants (Anderson et Reeb, 2003). Ces derniers suggèrent que l'une des conséquences de la présence à long terme des familles, est que la firme va bénéficier d'une baisse du coût de la dette par rapport aux firmes non familiales.

Toutefois, l'actionnariat familial peut s'approprier le contrôle des organes de gouvernances et une rétention de l'information, 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). Le rôle de la famille dans le choix des dirigeants et des administrateurs peut créer des entraves pour l'une des parties en s'appropriant le contrôle de la firme, ce qui suggère un enracinement important des dirigeants (Anderson et Reeb, 2003). 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 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. Yung-Chuan et Wei-Hsien (2013) à Taïwan, ont trouvé une relation positive avec la dette à long terme lorsque l'actionnaire de contrôle est une famille. D'un point de vue théorique, en considérant que lorsque l'actionnariat est familial, le contrôle des dirigeants est renforcé (Demsetz et Lehn 1985), nous émettons l'hypothèse suivante :

H3 : la part détenue par les actionnaires familiaux est associée négativement à la maturité de la dette.

- Concentration de l'actionnariat

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.

Les travaux empiriques de Marchica (2008), ont montré 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 également une relation positive entre la concentration de l'actionnariat et la dette à long terme. Pour ces derniers, les firmes à forte concentration d'actionnaire, sont plus habilitées à obtenir une dette à maturité longue. Garcia-Teruel et Martinez-Solano (2010) mettent en évidence une relation non linéaire entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Pour une faible concentration de l'actionnariat, ils trouvent une relation positive avec la dette à long terme, et pour une concentration élevée, une relation négative. Dans le contexte iranien, les résultats des travaux de Hajjha et Akhlaghi (2011) ne donnent pas de relation significative.

En définitive, le lien entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette ne fait l'objet d'un consensus. Cette absence de consensus nous conduit à formuler une hypothèse neutre :

H4 : il existe un lien entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette

Par ailleurs, 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). La part de capital détenue par le deuxième actionnaire permet d'exercer un contrôle sur l'actionnaire principal dans une relation d'agence de type deux, principal-principal. Aussi, Pour La Porta et al (1999), le droit de vote double accroît la séparation entre la propriété et le vote, et accentue par conséquent le problème d'agence émergeant du risque d'expropriation des actionnaires minoritaires. Nous formulons donc les hypothèses suivantes :

H5 : il existe un lien entre la part détenue par le deuxième actionnaire et la maturité de la dette.

H6 : il existe un lien entre la présence de droit de vote double et la maturité de la dette.

1.2.2 Composition du conseil et maturité de la dette

Le conseil d'administration est un élément privilégié du système de gouvernance, permettant de résoudre le conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants (Charreaux, 2000). Toutefois, pour l'auteur, un tel argument perd quasiment tout pouvoir explicatif si d'autres mécanismes permettent de résoudre plus efficacement ces conflits ou si ces derniers sont faibles voire absents.

Sur le plan empirique, Harford et al. (2008) étudient l'influence du conseil d'administration sur le contrôle des dirigeants à travers la politique financière. A partir d'un échantillon d'entreprises américaines, ils montrent qu'un conseil plus fort, mesuré à partir d'un indice de composition du conseil, pousse les dirigeants à choisir une maturité de dette courte.

Nous attendons donc une relation négative entre une composition du conseil élaborée sur des critères a priori d'efficacité, et la maturité de la dette.

La dualité du conseil accorde un rôle influent aux dirigeants au sein du conseil d'administration et remet donc en cause l'indépendance de ce dernier (Mizruchi, 1983). Pour Godard (1998), la séparation des fonctions dilue le pouvoir du dirigeant et augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil soient en contradiction.

Pour Fama et Jensen (1983), lorsqu'un seul individu cumule les fonctions de direction générale et de présidence du conseil, le contrôle managérial est menacé. La séparation des fonctions de directeur général exécutif et président du conseil d'administration permet un fonctionnement plus efficace et plus indépendant du conseil. Nous formulons donc les hypothèses suivantes :

H7 : il existe une relation négative entre la forme conseil de surveillance et la maturité de la dette.

H8 : il existe une relation positive entre le cumul des fonctions de directeur général et président du conseil et la maturité de la dette.

La fonction disciplinaire exercée par le conseil est susceptible d'être d'autant plus efficace que les administrateurs sont réputés indépendants de l'équipe de direction (Jensen 1993). Leftwich et al. (1981) affirment que la présence de plus en plus renforcée des administrateurs externes conduit à un contrôle plus efficace des dirigeants. Ce qui donne naissance à l'hypothèse suivante :

H9 : Il existe une relation négative entre le nombre et le pourcentage d'administrateurs indépendants et la maturité de la dette.

Pour Jensen (1993), il existe une taille optimale de conseil d'administration se situant entre 7 et 8. Un conseil de petite taille serait donc plus efficace. Dans la même lignée, Yermack (1996), sur un échantillon de firmes américaines met en évidence une relation négative entre la performance des firmes et la taille du conseil d'administration. Autrement dit, un conseil restreint apporterait plus de performance à la firme. Concernant la France, Gillet-Monjarret et Martinez (2012) montrent dans leur étude de l'influence de la structure de propriété et de la composition du conseil d'administration sur la vérification sociétale, que plus les administrateurs sont nombreux et plus ils exercent de pression sur le dirigeant en termes de transparence et de fiabilité de l'information. Cela nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H10 : Il existe une relation négative entre la taille du conseil et la maturité de la dette.

En France, l'intérêt grandissant pour la proportion de femmes au sein du conseil a favorisé la mise en place de la loi du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle. Les travaux empiriques de Nielsen et Huse (2010) en Norvège mettent en évidence l'influence des femmes dans les processus clés du conseil, qui à son tour favorisent ou inhibent l'efficacité du conseil dans le contrôle stratégique et opérationnel. Les auteurs trouvent une relation positive directe entre le pourcentage de femmes au sein du conseil et le contrôle stratégique, mais pas une relation directe avec le contrôle opérationnel. Cela nous conduit formuler une hypothèse neutre :

H11 : il existe un lien entre le nombre et le pourcentage de femmes au sein du conseil et la maturité de la dette.

2 Méthodologie

La présentation de l'étude empirique se fait en deux temps. Nous exposons d'abord la méthodologie de notre étude, puis l'analyse et l'interprétation des résultats.

2.1 Echantillon et collecte des 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 538 observations issues d'un échantillon de 282 sociétés des compartiments A, B, et C, d'Alternext et du marché libre sur la période 2011 et 2012. 256 sociétés ont pu être sélectionnées sur deux ans et 26 sur un an. Les sociétés financières ont été exclues du fait de leurs spécificités comptables. Celles qui n'avaient pas de données de maturité de la dette ont également été exclues.

Concernant les données de gouvernance, pour les sociétés dont la base ne disposait pas d'informations sur certaines caractéristiques, nous avons consulté les rapports annuels et les documents de référence. IODS fournit le droit de vote et le droit au capital. Nous avons donc 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. 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.

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 gouvernance

La concentration et le type d'actionnaire constituent les variables d'actionnariat. Nous avons créé deux variables de concentration : ACT1 et ACT12 qui correspondent respectivement au pourcentage de droits de vote détenus par le premier actionnaire et les deux premiers actionnaires. Par ailleurs, pour mettre en évidence le rôle du deuxième actionnaire, nous avons retenu également le pourcentage de droits de vote détenu par ce dernier : ACT2.

En moyenne dans notre échantillon, le premier actionnaire détient 52,8 % des droits de vote, les deux premiers 62,9 %, et le deuxième actionnaire 10 %.

Pour le type d'actionnaire, nous avons retenu les catégories d'actionnaires suivant : DIR qui correspond aux droits de vote détenus par les plus hauts dirigeants. FAM ceux détenus par les familles et des personnes identifiées. FIN les droits de vote détenus par les institutions financières, les banques, les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

L'actionnariat familial a en moyenne 40,4 % des droits de vote. Ce qui représente la catégorie la plus importante. L'actionnariat dirigeant et financier représentent en moyenne respectivement 21 % et 10,4 % des droits de vote.

Concernant la composition du conseil, le nombre d'administrateurs (NB_admi), le pourcentage de femmes au sein du conseil (P_femmes), et le pourcentage d'administrateurs indépendants (P_indep) sont respectivement de 6,5 ; 18 % et 30 %.

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, la volatilité des résultats et l'impact des années d'étude.

Diamond (1991) estime que les firmes avec un niveau d'endettement 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. 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. Nous contrôlons l'effet de la taille par le log du total actif. Nous utilisons la maturité de l'actif 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 Moris (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 définie comme le ratio écart-type de l'EBITDA (sur les quatre années précédentes) dans le total actif. Nous avons également contrôlé l'effet des années en introduisant la variable binaire AN.

Tableau 1 - récapitulatif des Variables

Variable	Mesure	Signe attendu
Dépendante		
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	
Indépendantes		
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 -
Droit de vote double (DVD)	Prend la valeur 1 s'il existe des droits de vote double, 0 sinon	+ ou -
Actionnariat dirigeant (DIR)	Droits de vote des principaux dirigeants / Total des droits de vote	+ ou -
Actionnariat familial (FAM)	Droits de vote des personnes identifiées / Total des droits de vote	-
Actionnariat financier (FIN)	Droits de vote des investisseurs institutionnels / Total des droits de vote	+
Conseil de surveillance (CS)	Prend la valeur 1 si la société est organisée sous la forme conseil de surveillance, 0 sinon	-
Cumul des fonctions (PDG)	Prend la valeur 1 si le directeur général est également président du conseil, 0 sinon	+
Pourcentage d'indépendants (P_IND)	Le nombre et le pourcentage d'administrateurs indépendants	-
Pourcentage de femmes (P_FEM)	Le nombre et le pourcentage de femmes au sein du conseil	+ ou -
Nombre d'administrateurs (ADM)	Le nombre d'administrateurs du conseil	-
Contrôle		
Niveau d'endettement (END)	Dettes total / Total actif	+
Taille (TA)	Log total actif	+
Maturité de l'actif (MA)	Actifs immobilisés / Total actif	+
Opportunité de croissance (OP)	Valeur de marché de la société / total actif	-
Z score (Z)	Z score d'Altman	-
Volatilité des résultats (VR)	Ecart-type d'EBITDA (sur les quatre années précédentes) / Total actif	+
AN	Prend la valeur 1 si l'année d'étude est 2011, 0 sinon	

Tableau 2 - Statistiques descriptives sur la période 2011-2012 (N=538)

Panel A. Variables continues

	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Écart-type
MD1 (%)	47,78	51,38	100	0	31,71
MD3 (%)	16,28	16,34	53,05	0	14,28
ACT1 (%)	52,86	55	99,86	1,4	25,58
ACT2 (%)	10,08	8,04	46,32	0	9,27
ACT12 (%)	62,95	67,55	99,86	1,4	23,43
DIRI (%)	21,02	4,39	98,78	0	27,45
FAM (%)	40,42	42,74	99,61	0	31,98
FIN (%)	10,49	0	97,52	0	19,33
ADM	6,5	6	16	3	2,54
P_FEM (%)	18,19	16,67	100	0	14,72
P_IND (%)	30,08	28,57	100	0	23,43
END	17,64	14,59	92,52	0	14,82
Z	2,93	2,06	124,19	-20,8	6,87
OP	0,83	0,45	27,09	0,01	1,7
TA	2,08	2,07	4,71	-0,88	0,73
MA	0,42	0,4	0,96	0	0,21
VR	0,05	0,03	2,51	0	0,14

Panel B. Variables binaires

		Nombre d'observations	Pourcentage
DVD	1	396	74
	0	142	26
PDG	1	299	56
	0	239	44
CS	1	118	22
	0	420	78

3 Résultats

Nous présentons dans un premier temps les résultats des modèles de régression qui mettent en relation la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette, puis dans un deuxième temps ceux des modèles reliant le type d'actionnaire à la maturité de la dette, et enfin ceux reliant la composition du conseil à la maturité de la dette.

3.1 Spécification du modèle et analyse bivariée

L'utilisation d'une régression par la méthode des moindres carrés ordinaires peut s'avérer problématique parce que les firmes choisissent un niveau d'endettement et la maturité liée à cette dette simultanément (Johnson, 2003). Dans un modèle, Barclay et al. (1997) ont montré 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 Brokman 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, nous utilisons la taille ; l'opportunité de croissance ; la profitabilité (PRO), mesuré par le ratio EBITDA sur total actif ; la volatilité des résultats ; le fixed asset ratio (FAR) qui représente la part des immobilisations corporelles dans le total actif ; et la variable perte d'exploitation (PE), qui prend la valeur 1 si la firme a subi une perte d'exploitation et 0 sinon.

Avant de procéder à une analyse multivariée du lien entre les structures de gouvernance 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. Les variables fortement corrélées n'ont pas été introduites dans la même régression afin d'éviter la présence de fortes colinéarités susceptibles d'influencer les résultats.

Tableau 3 – Corrélation entre les variables (N = 408)

Variables	MD1	MD3	ACT1	ACT2	ACT12	DIR	FAM	FIN	P_FEM	P_IND	ADM	END	Z	OP	TA	MA	VR
MD1	1,000																
MD3	0,777***	1,000															
ACT1	-0,018	-0,001	1,000														
ACT2	0,111**	0,040	-0,396***	1,000													
ACT12	0,024	0,014	0,933***	-0,038	1,000												
DIR	0,009	0,051	0,145***	-0,049	0,139***	1,000											
FAM	0,079	0,090*	0,272***	0,013	0,301***	0,595***	1,000										
FIN	0,195***	0,198***	-0,111**	0,124**	-0,072	-0,231***	-0,296***	1,000									
P_FEM	-0,156***	-0,106**	0,081	-0,084*	0,055	0,161***	0,204***	-0,113**	1,000								
P_IND	0,050	-0,009	-0,202***	0,032	-0,208***	0,026	0,036	0,051	-0,194***	1,000							
ADM	0,212***	0,160***	-0,043	0,187**	0,027	-0,149***	-0,125**	0,121**	-0,127**	0,144***	1,000						
END	0,318***	0,278***	0,031	-0,011	0,030	0,097*	0,128**	-0,014	-0,027	0,008	0,115**	1,000					
Z	-0,169***	-0,134***	0,086*	-0,066	0,068	-0,042	-0,068	-0,004	-0,022	0,033	-0,014	-0,199***	1,000				
OP	-0,105**	-0,085*	0,046	-0,055	0,029	-0,054	-0,176***	0,094*	-0,002	0,056	-0,116**	-0,282***	0,276***	1,000			
TA	0,256***	0,217***	0,127**	0,028	0,149***	-0,013***	0,166***	0,051	-0,084*	0,106**	0,508***	0,315***	-0,085*	-0,428***	1,000		
MA	0,209***	0,160***	0,119**	0,049	0,149***	-0,039***	0,033	-0,044	-0,063	-0,074	0,200***	0,200***	-0,048	-0,192***	0,280***	1,000	
VR	-0,133***	-0,096*	0,086*	-0,075	0,064	-0,065	-0,134***	-0,033	0,005	-0,064	-0,128***	-0,115**	0,090*	0,364***	-0,377***	-0,203***	1,000

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

3.2 Le lien entre structure de gouvernance et maturité de la dette

3.2.1 Concentration de l'actionnariat et maturité de la dette

Pour mesurer la concentration de l'actionnariat nous utilisons les variables ACT1 et ACT12 qui représentent respectivement la part des droits de vote détenue par le premier et les deux premiers actionnaires. Les variables de contrôle utilisées dans les modèles sont celles identifiées par la littérature comme des déterminants de la maturité de la dette.

Nous avons effectué huit régressions pour tester la relation entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette. Les régressions 1 à 4 dans le tableau 4 ont été menées à partir d'une maturité de la dette à plus d'un an, et celles de 5 à 8, à partir d'une maturité de la dette à plus de trois ans. Les régressions 1 et 5 utilisent la part détenue par le premier actionnaire (ACT1). Celles de 2 et 6 utilisent la part détenue par les deux premiers actionnaires (ACT12). Pour prendre en compte une éventuelle relation non linéaire, nous avons intégré également dans les modèles ces variables au carré. Nous précisons que nous avons testé des modèles linéaires avec le premier actionnaire (ACT1) et les deux premiers actionnaires (ACT12). Ces résultats ne sont pas significatifs.

Par ailleurs, pour tester l'influence du deuxième actionnaire dans la relation d'agence de type deux (actionnaire-actionnaire), quatre régressions ont été effectuées (régression 3 et 4 ainsi que 7 et 8) en utilisant la part du deuxième actionnaire (ACT2) et l'existence de droit de vote double (DVD). Nous avons intégré également dans les modèles ces variables au carré.

Notre modèle général s'écrit alors comme suit :

$$MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ACT_{i,t} + \alpha_2 DVD_{i,t} + \alpha_3 END_{i,t} + \alpha_4 Z_{i,t} + \alpha_5 OP_{i,t} + \alpha_6 TA_{i,t} + \alpha_7 MA_{i,t} \\ + \alpha_8 VR_{i,t} + \alpha_9 AN_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

$$MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ACT_{i,t} + \alpha_2 (ACT_{i,t})^2 + \alpha_3 DVD_{i,t} + \alpha_4 END_{i,t} + \alpha_5 Z_{i,t} + \alpha_6 OP_{i,t} + \alpha_7 TA_{i,t} + \\ \alpha_8 MA_{i,t} + \alpha_9 VR_{i,t} + \alpha_{10} AN_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

Tableau 4 - Régressions à partir des variables de concentration de l'actionnariat

Variables	Régressions 1 à 8							
	dette à plus d'un an (1 - 4)				dette à plus de trois ans (5 - 8)			
	1	2	3	4	5	6	7	8
C	14,394** (1,885)	5,515 (0,578)	11,503* (1,740)	9,249 (1,352)	-0,004 (-0,001)	-7,753 (-1,503)	2,979 (0,834)	0,595 (0,163)
ACT1	0,132 (0,563)				0,180 (1,450)			
(ACT1) ²	-0,001 (-0,819)				-0,001 (-1,617)			
ACT12		0,429 (1,540)				0,427*** (2,950)		
(ACT12) ²		-0,003* (-1,655)				-0,003*** (-3,112)		
ACT2			0,269* (1,898)	0,717* (1,894)			0,030 (0,402)	0,521*** (2,639)
(ACT2) ²				-0,015 (-1,274)				-0,017*** (-2,684)
DVD			2,644 (0,875)	2,310 (0,762)			0,166 (0,104)	-0,203 (-0,127)
END	1,177*** (3,198)	1,232*** (3,342)	1,182*** (3,218)	1,164*** (3,169)	0,270 (1,426)	0,329* (1,743)	0,268 (1,412)	0,248 (1,313)
Z	-0,508** (-2,467)	-0,524** (-2,549)	-0,501** (-2,444)	-0,505** (-2,462)	-0,205** (-2,144)	-0,213** (-2,246)	-0,210** (-2,190)	-0,213** (-2,240)
OP	4,275*** (4,217)	4,409*** (4,337)	4,124*** (4,065)	4,238*** (4,164)	1,088* (1,713)	1,299** (2,049)	0,928 (1,470)	1,073* (1,706)
TA	3,621 (1,436)	3,378 (1,341)	3,274 (1,321)	3,584 (1,440)	3,008** (2,235)	3,016** (2,263)	2,975** (2,226)	3,254** (2,446)
MA	7,030 (1,005)	6,954 (0,994)	6,476 (0,930)	7,337 (1,050)	5,006 (1,382)	5,134 (1,428)	5,021 (1,393)	6,105* (1,696)
VR	-12,694 (-1,192)	-12,367 (-1,162)	-12,427 (-1,173)	-11,562 (-1,089)	-0,455 (-0,091)	0,214 (0,043)	-1,255 (-0,253)	-0,333 (-0,067)
AN	-0,219 (-0,083)	-0,285 (-0,042)	-0,160 (-0,061)	-0,110 (-0,042)	-0,349 (-0,252)	-0,356 (-0,260)	-0,284 (-0,205)	-0,198 (-0,144)
R ²	0,092	0,094	0,097	0,099	0,084	0,100	0,078	0,095
R ² ajusté	0,077	0,079	0,081	0,082	0,064	0,080	0,057	0,072
F-statistic	5,990	6,125	6,309	5,847	4,105	4,944	3,772	4,168
P	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N	538	538	538	538	408	408	408	408

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 avec une maturité de dette à plus de trois ans (régression 6). 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 renversé). Ce maximum est obtenu pour un pourcentage détenu par les deux premiers actionnaires proche de 54%. Ces résultats vont à l'encontre de ceux obtenus par Marchica (2008) qui trouve une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et la dette à court terme. Mais aussi de 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 renversé entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette.

Ces résultats semblent indiquer que jusqu'à un certain seuil, les deux premiers actionnaires exercent un faible contrôle par la dette à court terme, puis au-delà, un fort contrôle par la dette à court terme.

Par ailleurs, les résultats (régression 3) montrent que le deuxième actionnaire est lié positivement et linéairement à la maturité de la dette lorsqu'on est sur une maturité de la dette à plus d'un an, et en U renversé lorsqu'on est sur une maturité de la dette à plus de trois ans (régression 8). Concernant l'existence de droits de vote double, les résultats ne sont pas significatifs dans les régressions.

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, quatre types d'actionnaires ont été testés dans nos régressions. L'actionnariat des dirigeants (MAN) mesuré par les droits de vote détenus par les dirigeants. L'actionnariat familial (FAM) qui correspond aux droits de vote des personnes identifiées. L'actionnariat financier (FIN) qui représente la part détenue par les investisseurs institutionnels.

Dans les régressions 1 et 3 du tableau 5, nous testons l'influence de l'actionnariat dirigeant et financier, sur la maturité de la dette. Pour capter une éventuelle relation non linéaire avec l'actionnariat des dirigeants, nous introduisons également cette variable au carré. Nous précisons que nous avons testé des modèles non linéaires avec l'actionnariat (FIN) et ces résultats ne sont pas significatifs. Comme l'actionnariat familial inclut celui des dirigeants en tant que personnes identifiées, dans les régressions 2 et 4, nous testons le lien entre l'actionnariat familial et la maturité de la dette. Nous prenons en compte également une éventuelle relation non linéaire avec cette dernière.

Notre modèle général avec NAT_ACT pour nature de l'actionnaire, s'écrit alors comme suit :

$$MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NAT_ACT_{i,t} + \alpha_2 END_{i,t} + \alpha_3 Z_{i,t} + \alpha_4 OP_{i,t} + \alpha_5 T_{i,t} + \alpha_6 M_{i,t} + \alpha_7 VR_{i,t} + \alpha_8 AN_{i,t} + \epsilon_{i,t},$$

$$MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NAT_ACT_{i,t} + \alpha_2 (NAT_ACT_{i,t})^2 + \alpha_3 END_{i,t} + \alpha_4 Z_{i,t} + \alpha_5 OP_{i,t} + \alpha_6 T_{i,t} + \alpha_7 M_{i,t} + \alpha_8 VR_{i,t} + \alpha_9 AN_{i,t} + \epsilon_{i,t},$$

Tableau 5 - Régressions à partir des variables du type d'actionnaire

Variables	Régressions 1 à 4			
	dette à plus d'un an (1-2)		dette à plus de trois ans (3-4)	
	1	2	3	4
C	6,847 (1,033)	3,589 (0,553)	0,893 (0,265)	-2,551 (-0,732)
DIR	0,443*** (2,620)		0,058** (2,295)	
(DIR) ²	-0,005** (-2,232)			
FAM		0,573*** (3,805)		0,284*** (3,670)
(FAM) ²		-0,006*** (-3,182)		-0,003*** (-3,051)
FIN	0,258*** (3,720)	0,290*** (4,141)	0,158*** (4,387)	0,172*** (4,722)
END	1,354*** (3,662)	1,296*** (3,588)	0,277 (1,490)	0,295 (1,605)
Z	-0,477** (-2,353)	-0,503** (-2,504)	-0,190** (-2,033)	-0,193** (-2,088)
OP	4,210*** (4,144)	4,098*** (4,102)	0,628 (1,011)	0,783 (1,271)
TA	3,033 (1,237)	2,233 (0,909)	2,573** (1,981)	2,381* (1,841)
MA	7,947 (1,156)	9,934 (1,452)	6,162* (1,750)	7,001** (2,008)
VR	-10,793 (-1,035)	-8,658 (-0,836)	0,450 (0,093)	1,765 (0,369)
AN	-0,378 (-0,146)	-0,283 (-0,110)	-0,432 (-0,320)	-0,429 (-0,321)
R ²	0,121	0,136	0,124	0,147
R ² ajusté	0,104	0,120	0,104	0,125
F-statistic	7,291	8,342	6,283	6,862
P	0,000	0,000	0,000	0,000
N	538	538	408	408

Les résultats des régressions conduites à partir du type d'actionnaire mettent en évidence des relations très significatives avec la maturité de la dette. Les résultats des régressions 1, 2 et 4 du tableau 5 entre l'actionnariat des dirigeants et la maturité de la dette, tout comme celui avec l'actionnariat familial montrent une relation non linéaire en forme de U renversé. Comme avec la concentration de l'actionnariat, jusqu'à un certain seuil (44% pour le dirigeant et 51% pour le familial) l'actionnariat dirigeant ainsi que l'actionnariat familial sont liés positivement à la maturité de la dette, puis au-delà, la relation devient négative. Toutefois lorsqu'on est sur une maturité de la dette à plus de trois ans, le lien entre l'actionnariat des dirigeants et la maturité de la dette apparaît linéaire et positif (régression 3).

A 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. Concernant 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 Guney et Ozkan (2005) qui trouvent une relation négative et linéaire entre l'actionnariat des dirigeants et la maturité de la dette. Mais aussi de Hajiha et Akhlaghi (2011) qui trouvent une relation positive entre l'actionnariat dirigeant et la dette à long terme. 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 par les dirigeants et les familles.

Concernant l'actionnariat financier, l'analyse des résultats (régressions 1 à 4) 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.

3.2.3 La composition du conseil et maturité de la dette

Nous cherchons à connaître l'influence de la composition du conseil d'administration ou de surveillance sur la maturité de la dette. Nous avons testé dans les régressions 1 et 3 du tableau 6, l'influence du cumul des mandats de directeur général et de président du conseil (PDG), du pourcentage de femmes (P_FEM) et d'administrateurs indépendants (P_IND), ainsi que la taille du conseil par le nombre d'administrateurs (ADM). Dans les régressions 2 et 4, nous avons substitué la variable (PDG) par la variable conseil de surveillance (CS) pour tester le lien entre conseil de surveillance et maturité de la dette. Cette dernière prend la valeur 1 si la société est organisée sous la forme d'un conseil de surveillance. Notre modèle s'écrit alors comme suit :

$$MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PDG_{i,t} + \alpha_2 P_FEM_{i,t} + \alpha_3 P_IND_{i,t} + \alpha_4 ADM_{i,t} + \alpha_5 END_{i,t} + \alpha_6 Z_{i,t} + \alpha_7 OPI_{i,t} + \alpha_8 TAI_{i,t} + \alpha_9 MAI_{i,t} + \alpha_{10} VR_{i,t} + \alpha_{11} ANI_{i,t} + \epsilon_{i,t},$$

$$MD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CS_{i,t} + \alpha_2 P_FEM_{i,t} + \alpha_3 P_IND_{i,t} + \alpha_4 ADM_{i,t} + \alpha_5 END_{i,t} + \alpha_6 Z_{i,t} + \alpha_7 OPI_{i,t} + \alpha_8 TAI_{i,t} + \alpha_9 MAI_{i,t} + \alpha_{10} VR_{i,t} + \alpha_{11} ANI_{i,t} + \epsilon_{i,t},$$

Tableau 6 - régressions à partir des variables de composition du conseil

Variables	Régressions 1 à 4			
	dette à plus d'un an (1-2)		dette à plus de trois ans (2-4)	
	1	2	3	4
C	17,473** (2,366)	17,028** (2,514)	6,029 (1,560)	5,293 (1,449)
PDG	-0,322 (-0,116)		-0,522 (-0,365)	
CS		1,126 (0,334)		2,090 (1,180)
P_FEM	-0,158* (-1,718)	-0,160* (-1,740)	-0,088* (-1,830)	-0,094* (-1,949)
P_IND	0,055 (0,931)	0,051 (0,842)	-0,023 (-0,760)	-0,032 (-1,009)
ADM	0,626 (1,020)	0,657 (1,062)	0,266 (0,837)	0,320 (0,997)
END	1,163*** (3,108)	1,160*** (3,118)	0,246 (1,279)	0,234 (1,222)
Z	-0,534*** (-2,602)	-0,531*** (-2,589)	-0,219** (-2,294)	-0,215** (-2,253)
OP	3,942*** (3,841)	3,964*** (3,888)	0,842 (1,323)	0,904 (1,424)
TA	1,668 (0,626)	1,613 (0,605)	2,465* (1,683)	2,399 (1,640)
MA	6,375 (0,910)	6,646 (0,943)	4,363 (1,209)	4,976 (1,368)
VR	-15,175 (-1,436)	-15,047 (-1,431)	-2,233 (-0,450)	-2,125 (-0,431)
AN	0,068 (0,025)	0,084 (0,031)	-0,037 (-0,026)	0,002 (0,001)
R ²	0,100	0,100	0,088	0,091
R ² ajusté	0,081	0,082	0,063	0,066
F-statistic	5,359	5,369	3,503	3,629
P	0,000	0,000	0,000	0,000
N	538	538	408	408

Les résultats des régressions portant sur le lien entre la composition du conseil et la maturité de la dette (régressions 1 à 4 du tableau 6) présentent très peu de résultats significatifs au regard de nos hypothèses de départ concernant le rôle disciplinaire du conseil d'administration. On peut constater néanmoins que le pourcentage de femmes au sein du conseil est associé négativement à la maturité de la dette. La variable nombre de femme n'apparaît pas dans les régressions mais nous obtenons le même résultat qu'avec les pourcentages. Ce résultat semble indiquer que la présence des femmes au sein du conseil est associée à un fort contrôle par la dette à court terme.

CONCLUSION ET DISCUSSION

Notre recherche a pour objectif d'étudier le lien entre les structures de gouvernance de l'entreprise et la maturité de la dette. Nos résultats sont issus d'un échantillon de 280 sociétés de l'indice Alternext et du marché libre sur la période 2011 et 2012.

Le lien entre la concentration de l'actionnariat et la maturité de la dette est significatif. Tout comme le lien entre la nature de l'actionnaire et la maturité de la dette. Nos résultats mettent en évidence une relation non linéaire en forme de U renversé pour la concentration de l'actionnariat, mais aussi pour l'actionnariat dirigeant et familial. Autrement dit, la maturité de la dette augmente jusqu'à un certain seuil dans un premier temps, puis diminue dans un second temps, suivant la concentration de l'actionnariat ou le pourcentage d'actions détenus par ces types d'actionnaires. 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 par les dirigeants et les familles.

En ce qui concerne l'actionnariat financier, le lien avec la maturité de la dette est positif. Ce résultat est original car il va dans le sens contraire des travaux de Marchica (2011), qui explique ses résultats par le rôle disciplinaire important de l'actionnariat financier.

Par ailleurs, le deuxième actionnaire est lié significativement à la maturité de la dette. Il est lié positivement pour une maturité de la dette à plus d'un an, et en forme de U renversé pour une maturité de la dette à plus de trois ans.

Concernant la composition du conseil, les analyses laissent apparaître qu'il n'y a pas de relation significative avec la maturité de la dette pour le cumul des mandats, les administrateurs indépendants, la taille du conseil, et l'organisation sous la forme d'un conseil de surveillance. En revanche, la présence des femmes au sein du conseil est liée significativement à la maturité de la dette. Il semblerait que la présence des femmes au sein du conseil soit associée à plus de contrôle par la dette à court terme.

Si nos résultats montrent qu'il existe un lien entre les structures de gouvernance de l'entreprise 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 et la composition du conseil.

Dans le cas d'un faible niveau de concentration actionnarial, ou encore suivant qu'il s'agisse d'un faible actionnariat dirigeant et familial, la dette à court terme comme mécanisme

disciplinaire se substitue aux autres mécanismes de gouvernance. A l'inverse, lorsque la part détenue dans le capital devient élevée pour ces types d'actionnaires, la dette à court terme vient renforcer le contrôle et se positionne ainsi comme un mécanisme complémentaire aux autres mécanismes de gouvernance. Lorsque l'actionnariat est financier, la dette à court terme n'est pas utilisée comme un mécanisme disciplinaire. En effet, nos résultats vont dans le sens d'un effet de substitution du mécanisme de contrôle par la dette à court terme, par rapport aux mécanismes de contrôle par les actionnaires.

Cependant, notre étude présente des limites qui constitueront des perspectives de recherche. Il pourrait convenir d'étendre la période d'étude, d'étudier d'autres types d'actionnaires à savoir les salariés, ou encore, des interactions entre les variables.

BIBLIOGRAPHIE

- Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500". *Journal of Finance*, 3, 1301-1328 .
- Arslan, O., & M.B, K. (2006). Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: a panel study of an emerging market . *CORPORATE GOVERNANCE* , 14(4).
- Barclay, M., & Smith, C. (1995). The maturity structure of corporate debt . *Journal of Finance* , 50(2), 609–631 .
- Barclay, M., Marx, L., & Smith, C. (2003). The joint determination of leverage and maturity . *Journal of Corporate Finance* , 9(2), 149–167 .
- Barclay, M., Marx, L., & Smith, J. (1997). Leverage and Maturity as Strategic Complements . *working paper* University of Rochester .
- Beneish, M. (1997). Detecting GAAP violation : implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy* , 16(3), 271-309 .
- Benmelech, E. (2006) Managerial Entrenchment and Debt Maturity: Theory and Evidence *Working paper*
- Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions . *Journal of Finance* , 52, 1411-1438 .
- Brav, A., Wei, J., Frank, P., & Randall, T. (2008). Hedge fund activism, corporate governance and firm performance. *Journal of Finance*, 63, 1729-1775.
- Brockman, P., Martin, x., & Unlu, E. (2010). Executive Compensation and the Maturity of Corporate Debt . *Journal of Finance* , 65, 1123–1161 .
- Burns, N., Kedia, S., & Lipson, M. (2010). Institutional ownership and monitoring : evidence" from financial misreporting . *Journal of Corporate Finance* , 16(4), 443-455 .
- Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour . *The Accounting Review* , 305-333 .
- Charreaux, G. (1996). Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. *Revue française de gestion*, 107, 50-64.
- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Revue du financier*, 127, 8-17.
- Charreaux, G., & Pitol-Belin, J.-P. (1997). La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration. *Le gouvernement des entreprises. Théories et faits*, 165-192.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2005). Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt . *Journal of Finance* , 6, 2333-2350 .
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences . *Journal of Political Economy* , 93(6), 1155-1177 .
- Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation : The choice between bank loans and directly placed debt . *Journal of Political Economy* , 99(4), 689-271 .
- Fama, E. F., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control . *Journal of Law and Economics* , 26(2), 301-325 .
- Garcia-Teruel, P., & Martinez-Solano, P. (2010). Ownership Structure and Debt Maturity: New Evidence from Spain. *Review Quantity Financial Accounting* , 35, 473–491 .

- Gillet-Monjarret, C. Martinez, I. (2012). La vérification sociétale des entreprises du SBF 120 : l'impact de la structure de propriété et du conseil d'administration. *Comptabilité - Contrôle-Audit* 3(18), 43-66.
- Godar, L. (1998). Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance . *Finance Contrôle Stratégie*, 4, 39 – 61 .
- Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts . *Academy of Management Journal* , 44, 81-95 .
- Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentive. *The Economics of Information and Uncertainty*.
- Guney, Y., & Ozkan, A. (2005). New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions . *Appl Financ Econ Lett* , 1, 233–238 .
- Hajiha, Z., & Ali Akhlaghi, H. (2011). Ownership Structure and Debt Maturity Structure: An Empirical Study on Iranian Firms . *Middle-East Journal of Scientific Research* , 9(6), 814-825 .
- Harford, J., Kai, L., & Xinlei, Z. (2008). Corporate boards and the leverage and debt maturity choices. *International Journal of Corporate Governance*, 1, 3-27.
- Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt seniority: An analysis of the role of hard claims on constraining management . *American Economic Review* , 85, 567-585 .
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-339.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 831-880.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage . *Review of Financial Studies* , 16(1), 209-236.
- Klein, A., & Emanuel, Z. (2009). Entrepreneurial shareholder activism : Hedge funds and other private investors . *Journal of finance*, 64, 187-229 .
- La porta, R., Shleifer, A., & Florencio, L. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471- 517.
- Marchica, M. (2008). On the relevance of ownership structure in determining the maturity of debt . *working paper series* .
- Marchica, M. (2011). Corporate debt maturity and monitoring by institutional investors. *working papers series*.
- Mard, Y., & Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat : le cas français. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 3(18), 11-42.
- Mizruchi, M. (1983). Who Controls Whom ? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large Ame- rican Corporations . *Academy of Management Review* , 8(33), 426-435 .
- Morris, J. (1976). A model for corporate debt maturity decisions . *Journal of Quantitative Analysis* , 339-357.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing . *Journal of Financial Economics* , 5, 147–175
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The contribution of women on boards of directors: going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review* 18(2), 136–48.
- Ozkan, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms . *Applied Financial Economics* , 12(1), 19–24 .

- Porter, M. (1992). Capital disadvantage: America's failing capital system investment. *Harvard Business Review*, 70, 65-82.
- Rajan, R., & Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor . *Journal of Finance* , 50, 1113-1146 .
- Scherr, F., & Hulburt, H. (s.d.). The debt maturity structure of small firms . *Financial Management* , 3(1), 85–111 .
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control . *Journal of Political Economy* , 94(3), 461-489 .
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Management Entrenchment: the case of managers specific investments. *Journal of financial economics*, 25, 123-139.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-28.
- Stulz, R. (2000). Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. Ohio State University *working paper* .
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors . *Journal of Financial Economics* , 40, 185-211 .
- Yung-Chuan, L., & Wei-Hsien, C. (2013). How Controlling Shareholders Impact Debt Maturity Structure in Taiwan . *Journal of International Financial Management & Accounting* , 24(2), 99-139.