

## GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET COÛT DE LA DETTE : L'IMPACT DE LA LOI SARBANES OXLEY

### [ CORPORATE GOVERNANCE AND COST OF DEBT : THE IMPACT OF THE SARBANES OXLEY ACT ]

*Sondes DRAIEF*

Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises, Université de la Manouba, Tunisia

---

Copyright © 2018 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the *Creative Commons Attribution License*, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

**ABSTRACT:** This study examines the impact of the Sarbanes-Oxley Act on the relation between corporate governance mechanisms and cost of debt for a sample of American firms. Our results show that the cost of debt is positively related to board size in the pre-SOX period. However, creditors become insensitive to board size, after SOX. We also find that the negative effect of board independence and institutional ownership on the cost of debt is more strongly in the post-SOX period relative to the pre-SOX period. This evidence demonstrates that the quality of control of these actors is improved following SOX. The positive effect of managerial ownership and duality on the cost of debt weakens after SOX highlighting a reduction of managerial power after 2002. Moreover, audit committee characteristics (size, meeting, independence and expertise) became after SOX effective mechanisms, for creditors, that enhance the quality of financial information and negatively affect the cost of debt. Finally, the results don't show a significant relationship between the nomination and compensation committee exempt of CEO and cost of debt over the two periods of the study.

**KEYWORDS:** Cost of debt, board characteristics, audit committee, ownership structure, SOX.

**RÉSUMÉ:** Cette étude examine l'impact de la loi Sarbanes-Oxley sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et le coût de la dette sur un échantillon de firmes américaines. Nos résultats montrent que la taille du conseil d'administration affecte positivement le coût de la dette, avant SOX. En revanche, les créanciers deviennent insensibles à la taille du conseil après SOX. Nous trouvons aussi que l'effet négatif de l'indépendance du conseil d'administration et de la propriété des investisseurs institutionnels sur le coût de la dette se renforce durant la période post-SOX par rapport à la période pré-SOX indiquant une amélioration de la qualité du contrôle de ces acteurs après la mise en place de cette loi. Par ailleurs, l'effet positif de la propriété managériale et de la dualité sur le coût de la dette s'affaiblit après SOX mettant en exergue une atténuation du pouvoir managérial après 2002. Les caractéristiques du comité d'audit (taille, fréquence des réunions indépendance et expertise) constituent, après SOX, des leviers d'action efficaces, pour les créanciers, qui améliorent la qualité de l'information financière et affectent négativement le coût de la dette. Enfin, les créanciers considèrent que les comités de nomination et de rémunération indépendants sont des attributs de gouvernance actionnariale et n'ont aucun effet sur le coût de la dette sur les deux périodes de l'étude.

**MOTS-CLEFS:** Coût de la dette, caractéristiques du conseil d'administration, comité d'audit, structure de propriété, SOX.

#### 1 INTRODUCTION

La plupart des recherches dans le champ de la gouvernance d'entreprise se sont focalisées sur le rôle de la gouvernance à influencer les décisions des managers vers l'intérêt des actionnaires et la maximisation de la valeur de la firme. Cette approche

actionnariale se trouve parfois incompatible avec l'intérêt des autres partenaires de la firme. C'est ainsi que plusieurs chercheurs se sont orientés vers les intérêts que doit servir la gouvernance pour les autres partenaires (Hill & Jones, 1992 ; Charreaux & Desbrières, 1998). Il s'agissait de mettre en place des mécanismes de gouvernance susceptibles de résoudre les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes et de conduire le dirigeant à entreprendre des décisions conformes à leurs intérêts (Khaldi, 2016).

Parmi les partenaires influents dans la firme, les créanciers financiers occupent une place importante vu que le marché de la dette est devenu la source de financement externe la plus importante partout dans le monde. Certes, les créanciers s'intéressent à la maximisation de la valeur de la firme, néanmoins, actionnaires et créanciers n'ont pas souvent des intérêts convergents. En effet, les dirigeants peuvent profiter de l'avantage informationnel qu'ils détiennent au détriment des créanciers et gérer les résultats afin d'envoyer de faux signaux sur la situation financière de la firme et bénéficier d'un coût de financement moindre (Djama, 2003). Encore plus, les actionnaires/dirigeants peuvent profiter de leur liberté de gestion des fonds confiés par les créanciers et augmenter leurs risques. Ceci en adoptant une politique d'investissement sous optimale afin de distribuer des dividendes (sous-investissement) (Myers, 1977), en s'engageant dans des projets plus risqués que les projets ayant suscités l'accord de crédit (substitution de l'actif) et en émettant des dettes futures à des conditions plus favorables. Les créanciers chercheront alors à se protéger en ajustant le taux d'intérêt en fonction du risque qu'ils encourent.

L'efficacité des mécanismes de gouvernance pour les créanciers est de nature à diminuer leurs risques informationnels et d'agence et les amènent à baisser le coût d'endettement exigé. Les recherches s'intéressant à l'importance accordée aux attributs de gouvernance sur le marché de la dette ne sont pas nombreuses et aboutissent à des résultats mitigés et peu concluants. Dans ce contexte, certains chercheurs (Anderson et al., 2004 ; Klock et al., 2005 ; Piot et Missonier-Piera, 2007 ; Ertugrul et Hegde, 2008) démontrent que les bonnes pratiques de gouvernance tel que l'indépendance des administrateurs améliorent la fiabilité des chiffres comptables et permettent une réduction des différents risques subis par les créanciers. Ceci engendre une baisse du coût de la dette. Cependant, Bradley et Chen (2011) et Tanaka (2014) trouvent que les créanciers n'accordent aucune importance à la structure de gouvernance en fixant le taux d'intérêt.

Par ailleurs, les différents scandales financiers survenus au début des années 2000 (Enron, Worldcom...) ont ébranlé la confiance des investisseurs et des créanciers quant au processus de préparation des informations financières et ont révélé l'échec du système de gouvernance traditionnel dans la prévention de leurs intérêts. En réponse à ces scandales, le gouvernement américain a réagi rapidement en mettant en place la loi Sarbanes-Oxley (SOX) en 2002. En effet, la loi SOX est la loi fédérale américaine la plus radicale depuis l'adoption des lois fédérales initiales en 1933 et 1934. Elle a instauré des exigences plus sévères en matière de de gouvernance des entreprises et la gestion de leurs données financières. Elle se base essentiellement sur trois principes : l'exactitude et l'accessibilité de l'information ; la responsabilité pénale des dirigeants et l'indépendance des auditeurs.

Bien que la majorité des études examinant l'impact de la gouvernance sur le coût de la dette soient menées après la mise en application de la loi Sarbanes –Oxley (SOX) en 2002, les conséquences des révisions en matière de gouvernance, imposées par cette loi, sur la relation gouvernance/coût de la dette n'ont pas été très abordées.

Nous nous proposons dans le cadre de cet article d'étudier l'impact des dispositions en matière de gouvernance imposées par la loi SOX sur le comportement des créanciers. Concrètement nous essayons de répondre à la question de recherche suivante : Est-ce que la relation entre le coût de la dette et les mécanismes de gouvernance a changé après la mise en application de la loi SOX ?

Notre recherche est une extension des études ayant trait à l'impact de la gouvernance sur le marché de la dette. En premier lieu, nous examinons les conséquences de la promulgation de la loi SOX en 2002 sur les pratiques de gouvernance et sur le coût de la dette. En effet, si la loi SOX est venue renforcer les bonnes pratiques de gouvernance et encadrer les pouvoirs décisionnels des dirigeants dans le respect des intérêts des créanciers, on devrait s'attendre à une diminution du risque supporté par les créanciers et par conséquent du coût d'endettement exigé après la mise en application cette loi.

En second lieu, nous étudions si les révisions exigées par SOX sur les pratiques de gouvernance affectent le lien entre les facteurs de gouvernance et le coût de la dette et ce en menant une étude comparative sur deux périodes (pré-SOX et post SOX). À notre connaissance cette analyse comparative a été effectuée uniquement par Ghouma (2008) et Amir et al (2010) qui se sont limités respectivement à deux aspects de gouvernance à savoir la propriété managériale et l'indépendance des auditeurs. Nous envisageons à étendre ces études en tenant compte dans notre analyse empirique d'un large éventail de variables de gouvernance ayant trait aux caractéristiques du conseil d'administration, à ses comités et à la structure de propriété.

Le reste de cet article est organisé comme suit : la deuxième section expose les principales dispositions de la loi SOX. Nous présentons, dans une troisième section une revue de littérature des études ayant trait à la relation entre les mécanismes de

gouvernance et le coût de la dette ainsi que l'effet de la loi SOX sur cette relation et nous annonçons nos hypothèses de recherche. La quatrième section traite les aspects méthodologiques. Dans la cinquième section, nous analysons et discutons les résultats obtenus. La conclusion fera l'objet de la dernière section.

## 2 LES PRINCIPALES DISPOSITIONS DE LA LOI SOX

Les multiples scandales financiers, qui ont secoué le monde des affaires aux États-Unis, à partir de l'année 2000 ont eu comme conséquence la perte de la confiance des investisseurs et des créanciers financiers envers la crédibilité de l'information financière et ont sonné l'échec du système de gouvernance traditionnel dans la prévention des manipulations comptables aberrantes.

Pour enfreindre ces pratiques frauduleuses et contrer cette crise majeure de confiance, l'État américain a réagi rapidement en votant le 30 juillet 2002 la loi Sarbanes-Oxley. La loi SOX ambitionne de réduire les fraudes et les conflits d'intérêts d'une part, et d'augmenter la transparence financière et la confiance des partenaires de la firme d'autre part.

Elle a contraint les entreprises américaines ou étrangères cotées sur le NYSE d'adhérer aux nouveaux standards de gouvernance. Cette réglementation a augmenté la responsabilité directe des hauts dirigeants des entreprises sur la qualité des rapports financiers et a infligé de nouvelles normes pour le conseil d'administration et ses comités. Les dispositions de gouvernance incluent principalement :

- La certification par le directeur général et le directeur financier que les états financiers reflètent fidèlement la situation financière de la firme faute de quoi, ils sont tenus à rembourser toute prime ou stock-options perçus dans les 12 mois suivant la publication d'un état financier frauduleux. Encore plus, les sanctions en cas de falsification des états financiers peuvent atteindre 20 ans de prison.

- La préparation par les internes d'un rapport détaillé et signalé le deuxième jour qui suit la transaction qu'ils ont effectuée.
- Les rapports annuels déposés auprès de la SEC<sup>1</sup> doivent inclure une déclaration de la direction affirmant qu'elle est responsable de la création et du maintien de contrôles internes adéquats et de l'évaluation de l'efficacité de ces contrôles.
- Le conseil d'administration doit être composé en majorité par des indépendants
- Les comités d'audit, de nomination et de rémunération doivent être formés exclusivement de membres indépendants<sup>2</sup>.
- Le comité d'audit doit comporter au moins 3 membres.
- Les membres du comité d'audit ont librement le droit d'interroger et de questionner les auditeurs sans que les dirigeants de la société soient présents.
- Le comité d'audit peut élaborer des procédures de plaintes relatives au processus d'audit
- Au moins un expert financier doit être présent au sein du comité d'audit. Dans le cas contraire, les entreprises doivent justifier leurs décisions.
- L'interdiction pour les auditeurs externes de fournir à l'entreprise, dont ils vérifient les comptes, d'autres services qui ne sont pas liés à l'activité d'audit
- La création d'un conseil indépendant (*The Public Accounting Oversight Board, (PAOB)* chargé de superviser les pratiques d'audit des sociétés cotées. La mise en place de ce conseil a fondamentalement modifiée la réglementation de la profession d'audit qui était auparavant auto-réglémentée.

Ceci dit, si la loi SOX est venue appuyer les bonnes pratiques de gouvernance et encadrer le pouvoir managérial, on devrait s'attendre à un changement de la perception de la gouvernance par les créanciers après cette réglementation.

---

<sup>1</sup> Securities and Exchange Commission

<sup>2</sup> L'indépendance indique qu'aucune relation n'existe entre les membres et l'équipe dirigeant. Ces derniers ne perçoivent aucune rémunération de la firme à titre de consultants.

### **3 REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES DE RECHERCHE**

La relation contractuelle entre la firme et ses créanciers financiers implique un double risque pour ces derniers.

- Avant l'octroi de crédit, les dirigeants peuvent se comporter d'une manière opportuniste et profiter de l'asymétrie de l'information. Ils gèrent les résultats afin de présenter une situation financière avantageuse aux créanciers et de bénéficier d'un coût de financement moins élevé (Djama, 2003).
- Au moment de l'exécution du contrat, l'opportunisme des actionnaires/dirigeants peut se concrétiser de diverses manières :
- Émettre des dettes ou sous-investir afin de distribuer des dividendes ;
- Adopter une politique d'investissement sous-optimale Myers (1977) ;
- Augmenter le niveau de risque supporté par les créanciers en s'engageant dans des projets plus risqués que les projets ayant suscités l'accord de crédit (substitution de l'actif) ;
- Violent les clauses spécifiées dans les contrats d'endettement ;
- Émettre des dettes futures à des conditions plus favorables.

Pour se couvrir contre ces risques, les créanciers augmentent le taux d'intérêt et exigent des garanties et des clauses restrictives dans le contrat d'endettement.

En revanche, la gestion de ces risques peut passer par des dispositifs de gouvernance efficaces qui garantissent une meilleure qualité de l'information financière et une contrainte au comportement opportuniste des dirigeants.

Dans le cadre de ce travail de recherche, nous nous intéressons aux principaux aspects de gouvernance ayant un impact probable sur le coût de la dette. Il s'agit principalement des caractéristiques du conseil d'administration, des caractéristiques du comité d'audit et de la structure de propriété.

#### **3.1 LES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LE COÛT DE LA DETTE**

La qualité du contrôle exercé par le conseil d'administration dépend extrêmement de sa structure et de son fonctionnement. Nous abordons successivement les effets des moteurs d'efficacité du conseil d'administration (sa taille, son indépendance et l'efficacité de ses comités) sur le coût de la dette.

##### **3.1.1 LA TAILLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LE COUT DE LA DETTE**

La littérature financière ne fournit pas un consensus quant à la nature de la relation entre la taille du conseil d'administration et la qualité du contrôle.

L'étude d'Anderson et al. (2004) fut à priori la seule s'intéressant à l'effet des caractéristiques du conseil sur le coût de la dette avant l'instauration de la loi SOX. En se basant sur un échantillon de 252 firmes américaines sur la période 1993-1998, les auteurs dégagent une relation inverse entre la taille du conseil et le coût de la dette. Ils se basent sur l'argument de Daily et al. (1999) selon lequel, il est difficile pour les managers de dominer un conseil composé d'un nombre important d'administrateurs. Ces derniers sont chargés entre autres de protéger les intérêts des créanciers d'une part en veillant à l'efficacité dans l'utilisation des ressources et d'autre part en fournissant aux créanciers des rapports financiers bien audités. Des études effectuées après la promulgation de SOX ont approuvés ces constats tel que (Fields et al., 2012) sur un échantillon de firmes américaines.

Alternativement, Lorca et al. (2011) suggèrent que la relation entre la taille du conseil et le coût de la dette est non linéaire indiquant qu'à partir d'un certain niveau les avantages d'un grand conseil sont contrebalancés par des problèmes de coordination et de communication entre les administrateurs et un temps de prise de décision plus accru. Ceci altère à l'efficacité du contrôle de cet organe.

De leur part, Piot et Missonier-Piera (2007), Bradley et Chen (2011) et Tanaka (2014) ne repèrent aucun effet significatif de la taille du conseil sur le coût de la dette respectivement sur le marché français, américain et japonais.

Ces contradictions ne nous permettent pas de prédire le sens de la relation qui lie la taille du conseil d'administration et le coût de la dette pour les deux périodes pré-SOX et post-SOX.

Notre première hypothèse est la suivante :

***H<sub>1</sub> : Il existe une association entre le coût de la dette et la taille du conseil***

### 3.1.2 L'INDÉPENDANCE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LE COÛT DE LA DETTE

L'analyse théorique de Kroszner et Strahan (2001) attribue un rôle central aux administrateurs indépendants pour défendre les intérêts des parties prenantes. Ils précisent que les administrateurs indépendants, pour préserver leur capital humain non diversifiable et leur réputation, jouent un rôle d'arbitre et de médiateur entre les actionnaires, les dirigeants et les créanciers afin de maximiser la valeur partenariale, partager la rente organisationnelle et limiter le transfert de la richesse des créanciers vers les actionnaires.

Les études empiriques d'Anderson et al. (2004), Ashbaugh et al. (2006) appuient ce constat. Ils dégagent une association négative et significative entre l'indépendance du conseil et le coût de la dette. Ils jugent que les indépendants empêchent les décisions d'investissement non optimales ou de substitution de l'actif. L'hypothèse que nous retenons ainsi est la suivante :

**H<sub>2-a</sub> : Avant SOX, le pourcentage des indépendants au sein du conseil affecte négativement le coût de la dette**

Notons que l'une des recommandations de la loi SOX est de renforcer l'indépendance du conseil d'administration. En effet, (Linck et al., 2008) constatent que, dans la période qui suivait la promulgation de SOX, les membres du conseil sont plus susceptibles d'être des avocats, des consultants, des experts financiers ou des cadres retraités.

Par-dessus, les administrateurs au sein du conseil voient leur rôle devenir plus important après SOX. Ils veillent à ce que la société ait un système adéquat de contrôle interne et préservent l'intégrité des rapports financiers. Par ailleurs, des pénalités substantielles sont imposées aux conseils qui ne font pas preuve de diligence raisonnable. Nous pensons que le renforcement de l'indépendance des administrateurs est de nature à conforter plus les créanciers contre les problèmes de sous-investissement ou substitution de l'actif. Par conséquent, nous formulons l'hypothèse suivante :

L'étude empirique de Fields et al. (2012), analysant 1 460 prêts de banques commerciales sur la période suivant la promulgation de SOX (2003-2005) aux États-Unis dégagent une relation inverse entre le coût de la dette bancaire et le pourcentage des administrateurs indépendants.

Tenant compte des nouvelles dispositions règlementaires de SOX et leur impact sur gouvernance d'entreprise et spécifiquement sur la composition du conseil d'administration, Bradley et Chen (2015) montrent que la présence d'administrateurs indépendants affectent négativement le coût de la dette que lorsque les conditions de crédit sont fermes ou pour un niveau faible d'endettement ou lorsque les conflits actionnaires/créanciers ne sont pas accrus. Toutefois, les auteurs jugent que ces administrateurs indépendants nuisent aux créanciers lorsque les intérêts des créanciers et des actionnaires divergent. Les indépendants agissent dans l'intérêt des actionnaires et mettront en place des politiques qui amplifient le risque. Les créanciers engagent des coûts de surveillance très élevés pour contrôler les administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. Ils concluent que le coût de la dette accroît avec l'indépendance des administrateurs surtout lorsque les conflits d'agence entre les actionnaires et les créanciers sont accrus.

Compte tenu des nouvelles dispositions citées ci-dessus, nous pensons que les créanciers apprécient davantage la présence d'indépendants au sein du conseil. Par conséquent, nous formulons l'hypothèse suivante :

**H<sub>2-b</sub> : Après SOX, l'association négative entre le pourcentage des administrateurs indépendants et le coût de la dette est renforcée**

### 3.1.3 LA DUALITÉ ET LE COÛT DE LA DETTE

La dualité est définie comme étant le cumul de deux fonctions du CEO et du président du conseil d'administration. En dépit de très nombreuses recherches, l'effet de la dualité sur l'efficacité du conseil d'administration est encore ambigu.

Les partisans de la structure duale de direction (Brickley et al., 1997) avancent qu'elle devrait conduire à une performance supérieure car elle permet d'avoir un leadership clair dans une perspective de formulation et de mise en œuvre de la stratégie.

Toutefois, les tenants de la théorie organisationnelle (Jensen, 1993) supposent que la structure duale du leadership peut contrebalancer le pouvoir des administrateurs au sein du conseil et favorise l'enracinement du manager.

Des études établies après la mise en application de la loi SOX, Bradley et Chen (2011) démontrent que la structure duale n'a aucun impact significatif sur la note de crédit (*credit rating*) et sur le taux d'intérêt exigé sur le marché obligataire américain. Piot et Missonier-Piera (2007) et Lorca et al. (2011) trouvent des résultats similaires respectivement sur un échantillon de firmes françaises et espagnoles.

Contrairement à ces résultats, nous pensons que la concentration du pouvoir entre les mains du CEO est mal perçue par les créanciers. Elle exacerbe les risques de substitution d'actifs et d'expropriation subis par les créanciers étant donné que l'impartialité du conseil et son indépendance ne sont plus garanties. Notre hypothèse est ainsi la suivante :

**H<sub>3-a</sub> : Avant SOX, le cumul de fonction du CEO et du président du conseil affecte positivement le coût de la dette**

Après le passage à l'acte SOX (2002), Linck et al. (2008) s'aperçoivent que les entreprises optent plus pour une séparation du pouvoir du CEO. Nous admettons ainsi que les firmes sont de plus en plus conscientes que les avantages de l'atténuation du pouvoir managérial dépassent les pertes liées à la dilution du pouvoir tel que les coûts du contrôle du comportement du président et les coûts d'information. Nous anticipons ainsi qu'après SOX, les créanciers deviennent plus vigilants et soucieux et pénalisent sévèrement les firmes favorisant l'accroissement du pouvoir managérial. Notre hypothèse est la suivante :

**H<sub>3-b</sub> : Après SOX, l'association positive entre le coût de la dette et la dualité est renforcée**

#### **3.1.4 LES COMITÉS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LE COÛT DE LA DETTE**

La mise en place de comités spécialisés au sein du conseil d'administration améliore considérablement l'efficacité de cet organe dans l'exercice de ses fonctions.

Le comité de nomination prépare, entre autre, les décisions du conseil d'administration portant sur la nomination des membres des comités spécialisés et la nomination ou le renouvellement des membres du conseil d'administration.... Il tend ainsi à évaluer d'une manière indirecte la performance du conseil et surveille le rendement des administrateurs. La loi SOX (2002) recommande l'existence d'un comité de nomination formé uniquement de membres indépendants afin de ne pas altérer à son objectivité.

Quant au comité de compensation, il procède au nom du conseil d'administration à l'instauration de la structure de rémunération des cadres dirigeants et examine la politique générale d'attributions des stocks options. En revanche, Il pourra revoir le niveau de rémunération ou préciser les principes comptables servant au calcul du bonus s'il juge que les dirigeants abusent de la latitude comptable qui leur est laissée. Pour exercer efficacement son activité de contrôle sur les managers, la loi SOX exige l'indépendance totale de ce comité.

Klein (2002) trouve que l'existence de comités de nomination et de rémunération indépendants réduit le niveau de gestion des résultats et incite les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires, autrement ils vont subir les conséquences de leur discrétion sur leur rémunération.

L'étude de Piot et Missonier-Piera (2007) est la seule à avoir examiné l'effet de ces comités sur le coût de la dette sur un échantillon de firmes françaises. Ils décèlent une association négative entre le coût de la dette et la présence d'un comité de rémunération indépendant. Toutefois aucune association entre la présence d'un comité de nomination et le coût de la dette n'a été cernée dans leur étude.

En nous projetant sur le corollaire des constats de Klein (2002), nous pensons que l'existence de comités indépendants spécialisés améliore la qualité des chiffres comptables et sera favorablement perçue par créanciers. L'hypothèse implicite retenue est ainsi la suivante :

**H<sub>4</sub> : La présence de comités de nomination et de rémunération indépendants affecte négativement le coût de la dette sur les deux périodes pré-SOX et post -SOX**

#### **3.2 LES CARACTÉRISTIQUES DU COMITÉ D'AUDIT ET LE COÛT DE LA DETTE**

Le comité d'audit se charge d'examiner les états financiers et de certifier leurs qualités. Il fournit une assurance raisonnable sur la fiabilité et la pertinence de ces rapports. La qualité de l'audit est généralement approchée par les chercheurs en comptabilité par plusieurs substituts principalement la taille, l'indépendance, l'expertise et la fréquence des réunions.

##### **3.2.1 LA TAILLE DU COMITÉ ET LE COÛT DE LA DETTE**

Mansi et al. (2004) considèrent que les auditeurs jouent le rôle d'intermédiaire entre l'entreprise et ses créanciers. Par ailleurs, un comité d'audit de grande taille est un gage d'efficacité du contrôle de la gestion des dirigeants par les auditeurs puisqu'il combine des expériences et des compétences. Il permet de détecter plus facilement toutes manipulations comptables et garantit la régularité de l'information comptable. Les auteurs décèlent une association négative entre la taille du comité d'audit et le coût des obligations émises. Un résultat similaire est rapporté par Anderson et al. (2004). Conformément à ces études, l'hypothèse 3 que nous retenons est la suivante

**H<sub>5a</sub> : Avant SOX, la taille du comité d'audit affecte négativement le coût de la dette**

En se référant aux exigences de SOX, la loi préconise que, pour être efficace, un comité d'audit doit comporter au moins trois membres qui doivent être tous indépendants. Nous pensons que ces nouvelles exigences sont de nature à conforter plus les créanciers sur la qualité de l'information financière et une meilleure appréciation de la performance future de la firme. Dès lors, nous avançons l'hypothèse suivante :

**H<sub>5-b</sub> : Après SOX, l'association négative entre le coût de la dette et la taille du comité d'audit est renforcée**

**3.2.2 L'INDÉPENDANCE DU COMITÉ D'AUDIT ET LE COÛT DE LA DETTE**

Il est généralement admis que les auditeurs indépendants se caractérisent par leur disposition à révéler au marché toute anomalie détectée dans les états financiers puisqu'ils n'entretiennent aucune relation de toute nature avec la société qui puisse altérer l'exercice de leur liberté de jugement.

DeAngelo (1981) identifie l'indépendance de l'auditeur comme étant la caractéristique fondamentale pour mener un audit de qualité. L'indépendance est donc synonyme d'intégrité dans les états financiers.

Sur le plan empirique, Anderson et al. (2004) et Amir et al. (2010) suggèrent qu'une plus grande indépendance contribue à un moindre coût de la dette puisque l'indépendance du comité d'audit améliore la qualité et la crédibilité des rapports fournis. Ceci permet de remédier au risque d'évaluation éronnée de l'entreprise par ses créanciers et de réduire l'asymétrie d'information. En revanche, Piot et Missonier-Piera (2007) et Lorca et al. (2011) ne trouvent aucune association significative entre l'indépendance du comité d'audit et le coût de la dette.

Nous pensons plutôt que les créanciers apprécient la présence d'indépendants au sein du comité d'audit considérée comme une source d'assurance à la crédibilité des informations fournis et nous annonçons l'hypothèse suivante :

**H<sub>6-a</sub> : Avant SOX, l'indépendance du comité d'audit est négativement associée au coût de la dette.**

La loi SOX préconise que le comité d'audit doit comporter exclusivement des membres indépendants. Par ailleurs, des mesures strictes prises par cette loi ont contribué à renforcer cette indépendance. D'abord, les auditeurs externes ne peuvent plus offrir à l'entreprise, dont ils vérifient les comptes, des services autres que ceux qui sont directement reliés à cette activité (notamment des services liés à la mise en place de systèmes d'information). Ces restrictions sont de nature à limiter la dépendance financière des auditeurs externes à la société-client, à orienter les auditeurs à consacrer plus d'efforts et de temps à leur tâche de vérification et à un meilleur suivi des activités potentiellement frauduleuses. Ensuite, la création du nouvel organisme de réglementation et de surveillance qui avait pour mission de contrôler les cabinets d'audit et pénaliser les personnes physiques ou morales qui ne respectent pas les règles. Ceci a permis un contrôle plus minutieux de l'activité d'audit et un respect total de la loi. Enfin, la loi SOX considère comme illégal toute influence sur les auditeurs externes.

L'étude empirique de Amir et al (2010) est la seule à avoir examiné les implications de la loi SOX sur la relation entre le coût de la dette et l'indépendance des auditeurs. Les auteurs suggèrent que les restrictions imposées par SOX sur les auditeurs indépendants réduit la pression financière exercée par la société client sur ces auditeurs et les rendent plus diligents à surveiller le processus de présentation des états financiers, à annoncer les falsifications comptables détectées et à exercer une pression sur le client pour corriger ces inexactitudes. Ils trouvent que l'ampleur de la relation négative entre l'indépendance des auditeurs et le coût de la dette s'est renforcée après SOX. Pareillement, notre hypothèse est la suivante :

**H<sub>6-b</sub> : Après SOX, l'association négative entre le coût de la dette et l'indépendance est renforcée.**

**3.2.3 LA COMPÉTENCE DES MEMBRES DU COMITÉ D'AUDIT ET LE COÛT DE LA DETTE**

Selon DeAngelo (1981), l'efficacité de l'audit nécessite la réunion de deux attributs fondamentaux à savoir l'indépendance et la compétence. En ce sens, qu'un auditeur indépendant a l'intention de freiner la gestion des résultats mais il n'en sera capable qu'avec une certaine expertise financière ou comptable lui permettant de détecter une anomalie dans la comptabilité qu'il ausculte Ceci va de pair avec les recommandations du Blue Ribbon Committee (1999) selon lesquelles chaque membre du comité d'audit doit être lettré financièrement et qu'au moins un membre ait une expertise reliée à la gestion financière ou à la comptabilité.

En juillet 2002 ; la loi SOX est venue appuyer cette recommandation en exigeant la présence d'au moins un expert financier au sein du comité d'audit. Au contraire, les firmes doivent justifier un tel choix. Ces dispositions ont conduit davantage de fermeté et de rigueur dans la composition du comité d'audit.

Sur le marché de la dette, Anderson et al. (2004) ne trouvent aucune association significative entre le coût de la dette et la présence d'experts financiers. Ils concluent que les créanciers accordent plus d'importance à la présence d'auditeurs indépendants au sein du conseil qu'aux experts financiers. Leur souci est d'avoir une information conservatrice et rigoureuse.

Cependant, Fields et al. (2012) démontrent que les créanciers apprécient la présence d'expert financiers comme une source d'assurance à la fiabilité des états financiers et baisse le coût d'endettement exigé. Nous pensons de même que l'expertise financière stimule la fiabilité du contrôle interne et la pertinence des états financiers ce qui amène les créanciers à réduire leur niveau de risque perçu. L'hypothèse que nous avançons ainsi est la suivante :

***H<sub>7</sub> : Le coût de la dette est négativement associé à la présence d'experts financiers au sein du comité d'audit pour les deux périodes pré SOX et post SOX***

#### **3.2.4 L'ACTIVITÉ DU COMITÉ D'AUDIT ET LE COÛT DE LA DETTE**

La fréquence de réunions est adoptée comme un substitut usuel de l'assiduité et de la responsabilité du comité d'audit. À cet effet, le rapport du Blue Ribbon Committee (1999) préconise que le comité d'audit, en tant que contrôleur du processus d'élaboration des états financiers, doit se réunir au moins 4 fois par an afin de garantir une meilleure qualité de l'information financière.

Anderson et al (2004) démontrent que la fréquence des réunions affecte négativement le coût de la dette. Ils concluent qu'un comité d'audit actif est apprécié par les créanciers financiers. Il transmet une information plus fiable étant donné qu'il est en mesure de découvrir instantanément toute tentative de fraudes.

Notons que la réglementation SOX n'a pas précisé clairement le nombre annuel de réunions du comité d'audit. D'ailleurs, une littérature relativement absente sur la relation entre le coût de la dette et la fréquence des réunions après SOX.

Nous pensons qu'un comité qui se réunit fréquemment consacre plus de temps aux problèmes de gestion des résultats et aux conflits d'intérêts ce qui permet de maintenir une information de qualité pour les créanciers. L'hypothèse que nous retenons est la suivante :

***H<sub>8</sub> : L'activité du comité d'audit affecte négativement le coût de la dette pour les deux périodes pré-SOX et post-SOX.***

#### **3.3 LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LE COÛT DE LA DETTE**

En pratique, les attentes et les comportements des actionnaires dépendent fortement de deux éléments : la part dans le capital et l'identité. Nous nous focalisons sur les effets de la propriété managériale et de la propriété des investisseurs institutionnels sur le coût de la dette.

##### **3.3.1 LA PROPRIÉTÉ MANAGÉRIALE ET LE COÛT DE LA DETTE**

L'impact de la propriété managériale sur le coût de la dette a abouti à de nombreuses controverses théoriques et empiriques.

En effet, Bagnani et al. (1994) constatent que la relation entre la propriété managériale et le coût de la dette est curviligne : Pour des niveaux très bas de participation des dirigeants dans le capital de la firme, la propriété managériale affecte positivement le coût de la dette tandis que la relation devient négative pour des niveaux de participation très élevés. Ils argumentent que, pour des niveaux bas ou intermédiaires de participation, la propriété managériale est destructrice de la valeur puisque les avantages perçus par les dirigeants opportunistes sont supérieurs à la perte due à la réduction de la valeur de la firme. Cependant, les dirigeants agissent dans l'objectif de la maximisation de la valeur totale de la firme pour des niveaux de participation élevés

Anderson et al (2004) ne constatent, quant à eux, aucun effet de la propriété managériale sur le coût de la dette. Alternativement, Ortiz-Molina (2006) enregistre une association positive entre la propriété managériale et le coût des obligations émises qui tend à s'atténuer pour des niveaux très élevés de la propriété managériale.

La seule étude qui examinait l'effet médiateur de la loi SOX sur la perception de la propriété managériale par les créanciers est celle de Ghouma (2008). Cet auteur décèle une association négative entre la propriété managériale et le coût de la dette pour la période pré-SOX mettant en relief l'hypothèse de la convergence des intérêts. Toutefois, les créanciers demandent un coût plus élevé après SOX. L'auteur conclut que le pouvoir disciplinaire de la propriété managériale est remis en cause après l'adoption de SOX.

Contrairement à Ghouma, nous pensons que la relation entre la propriété managériale et le coût de la dette est prétendument positive avant SOX. En effet, même en augmentant leur part dans le capital, les dirigeants ont des incitations financières nettement différentes de celles des créanciers. Ils peuvent agir dans l'intérêt exclusif des actionnaires en investissant dans des projets risqués, sous investir, augmenter le niveau d'endettement pour ne pas diluer leur part dans le capital de la firme, ou extraire de bénéfices privés de contrôle. Notre hypothèse est comme suit :

**H<sub>9-a</sub> : Avant SOX, la propriété managériale affecte positivement le coût de la dette.**

Dimitrova (2009) argumente que les dispositions strictes de gouvernance mise en place suite à la promulgation de SOX, tel que la divulgation très rapide des transactions d'achat et de ventes effectués par les internes, ont réussi d'une part à orienter les intérêts des dirigeants vers la maximisation de la valeur totale de la firme et d'autre part à limiter l'extraction de bénéfices privés de contrôle lorsqu'il y a un accroissement de la propriété managériale.

Dans le même ordre d'idée, Bartov et Cohen (2009) et Barger et al. (2010) attestent qu'après SOX, les dirigeants deviennent plus avertis au risque et évitent d'investir dans des projets risqués ce qui est de nature à réduire considérablement les problèmes de substitutions de l'actif affrontés par les créanciers.

En nous projetant sur le corollaire des constats de Dimitrova (2009), nous anticipons qu'après SOX, la propriété managériale est appréciée par les créanciers. En effet, les intérêts des dirigeants et des créanciers convergent vers la maximisation de la valeur totale de la firme et les problèmes d'expropriation et de substitution de l'actif sont moins prépondérants pour la période post SOX. L'effet de convergence domine l'effet de l'enracinement et la propriété managériale affecte négativement le coût de la dette. Notre hypothèse est ainsi la suivante :

**H<sub>9-b</sub> : Après SOX, la propriété managériale affecte négativement le coût de la dette**

### 3.3.2 LA PROPRIÉTÉ DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LE COÛT DE LA DETTE

Maintes recherches ont étudié l'impact de la propriété des investisseurs institutionnelle sur le coût de la dette. Bhojraj et Sengupta (2003) démontrent que les firmes ayant une propriété institutionnelle concentrée bénéficient d'un taux de rendement des obligations plus bas et d'une notation plus élevée auprès des agences de rating au moment de l'émission de nouvelles obligations. Les créanciers apprécient ainsi la participation des investisseurs institutionnels dans le capital de la firme. Ces derniers sont considérés comme étant des contrôleurs actifs des activités managériales et des transmetteurs crédibles d'informations sur le marché financier. Ce même résultat est confirmé par Klock et al. (2005), Piot et Missonier-Piera (2007) ; Shuto et Kitagawa (2011) et Aman et Nguyen (2013).

En revanche, Fields et al. (2012), analysant 1 460 prêts de banques commerciales sur la période 2003-2005 aux États-Unis, contestent ces résultats et trouvent une relation positive entre la propriété institutionnelle et le coût de la dette bancaire. Toutefois, (Ashbaugh et al., 2006), Bradley et Chen (2011) et Sanchez-Ballesta et Garcia-Meca (2011) ne trouvent aucun impact significatif de la propriété institutionnelle sur le coût de la dette. Ils défendent l'idée que les investisseurs institutionnels sont des gestionnaires de portefeuilles qui ne contrôlent en aucun cas les décisions managériales et ne cherchent que le profit à court terme (Porter, 1991 ; Karpoff et al., 1996).

Nous pensons plutôt que les créanciers apprécient la participation des investisseurs institutionnels dans le capital de la firme. En effet, les coûts élevés qu'ils supportent en cas d'une liquidation de leurs actions ainsi que la perte de leur réputation entant qu'investisseurs experts et sophistiqués les engagent à empêcher toute fraude comptable.

L'hypothèse à tester est la suivante :

**H<sub>10-a</sub> : Avant SOX, la propriété des investisseurs institutionnels affecte négativement le coût de la dette.**

Par ailleurs, nous anticipons que la mise en place de la loi SOX a incité les investisseurs à s'engager dans un contrôle plus actif des activités managériales et ce pour certaines raisons à savoir :

-D'une part, les dispositions de SOX ont contribué à réduire l'asymétrie d'information. Ceci va engendrer une baisse des coûts supportés par les investisseurs institutionnels pour contrôler les activités managériales. Cette baisse du coût renforce la volonté des investisseurs institutionnels à exercer efficacement leurs activités de contrôle (Ertuna et Tükel, 2013 ; Park, 2016).

D'autre part, les investisseurs institutionnels incitent les firmes à promouvoir les bonnes pratiques de gouvernance afin de minimiser leurs coûts de surveillance et répondre à leurs responsabilités fiduciaires (Ertuna et Tuckel, 2013)

Tenant compte des arguments sus mentionnés, notre hypothèse est la suivante :

**H<sub>10-b</sub> : Après SOX, l'association négative entre la propriété institutionnelle et le coût de la dette est renforcée.**

## 4 ÉCHANTILLON ET MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Nous présentons dans ce qui suit notre échantillon ainsi que les aspects méthodologiques adoptés pour tester nos hypothèses.

### 4.1 ÉCHANTILLON

L'échantillon est formé de 486 firmes américaines cotées extraites de Fortune 1000 et opérant dans des secteurs différents. Nous avons écarté les firmes qui appartiennent au secteur financier (SIC 6000-6999) ayant des techniques de comptabilisation et de présentation des états financiers spécifiques. La période de l'étude s'étale de 1998 jusqu'à 2008 exclusion faite de l'année 2002 qui est une année transitoire de mise en application de la loi SOX. Les observations des cinq premières années (1998-2001) concernent la période pré-SOX. La période post-SOX, s'étend de 2003 jusqu'à 2008.

Le site *EDGARSCAN* est notre source fondamentale de collecte des données comptables. Ces données sont extraites directement à partir des rapports trimestriels des firmes 10Q et de leurs rapports annuels 10K. Les données de gouvernance sont collectées manuellement à partir des rapports des mandataires disponibles sur les fichiers de la Securities and Exchange Commission (SEC).

### 4.2 MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Pour valider nos hypothèses, nous allons estimer le modèle linéaire multiple en panel suivant :

$$CE_{i,t} = \alpha_0 + \sum_i \beta_i * \text{Mécanismes de gouvernance } i, t + \sum_j \gamma_j * \text{variables de contrôle}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

*i* désigne l'entreprise ;

*t* désigne l'année de l'observation.

Rappelons que notre objectif est de tester si les créanciers ont révisé leurs perceptions à l'égard des mécanismes de gouvernance après les exigences de la loi SOX. Pour ce faire, nous allons scinder notre échantillon en deux sous échantillons. Le premier regroupe les observations qui s'étalent de 1998 jusqu'à 2001 alors que le second comprend les observations des années 2003 jusqu'à 2008. Le modèle précédent sera estimé ainsi sur les deux sous-périodes. Le changement du signe et de la significativité d'un attribut de gouvernance pour la période post-SOX signifie que les créanciers ont changé leur appréciation sur cet attribut.

- **La variable dépendante**

CE désigne la variable dépendante de ce modèle à savoir le coût de la dette. Il est mesuré par le montant des charges d'intérêt rapporté au montant total du passif financier.

- **Les variables d'intérêt**

Les variables d'intérêts sont les attributs de gouvernance reflétant la qualité du système de gouvernance de la firme. Le tableau ci-après fournit la liste des variables de gouvernance retenues, leurs définitions, leurs notations ainsi que leurs mesures.

Tableau 1. Liste des variables de gouvernance

Variabiles	Définitions	Mesures
<b>TAILCA</b>	La taille du conseil d'administration	Le nombre total des administrateurs
<b>INDPCA</b>	La composition du conseil d'administration	Le pourcentage des administrateurs indépendants au sein du conseil
<b>DUALI</b>	La dualité	Variable binaire : = 1 si le CEO est en même temps président du CA et 0 si non
<b>NOMIN</b>	L'existence d'un comité de nomination indépendant	Variable binaire : = 1 s'il y a un comité de nomination indépendant et 0 si non
<b>COMPENSA</b>	L'existence d'un comité de rémunération indépendant	Variable binaire : = 1 s'il y a un comité de rémunération indépendant et 0 si non
<b>TAILAUD</b>	La taille du comité d'audit	Le nombre total des auditeurs au sein du comité d'audit
<b>INDAUD</b>	L'indépendance du comité d'audit	Le pourcentage des indépendants au sein du comité d'audit
<b>EXPERTISE</b>	La compétence du comité d'audit	Le pourcentage des experts financiers dans le comité d'audit
<b>REUNION</b>	L'activité du comité d'audit	Le nombre de réunions du comité d'audit par an
<b>MANG</b>	La propriété managériale	Le pourcentage d'actions détenues par les managers et les administrateurs de la firme
<b>INSTITU</b>	La propriété des investisseurs institutionnels	Le pourcentage des actions détenues par les investisseurs institutionnels

#### • Les variables de contrôle

Les variables de contrôle retenues sont celles qui sont considérées par la littérature financière comme étant des facteurs susceptibles d'influencer le jugement des créanciers financiers quant au taux d'intérêt accordé.

- La taille de la firme : Sengupta (1998) et Klock et al. (2005) prévoient que les grandes entreprises supportent des coûts d'endettement assez faible relativement aux entreprises de petites tailles vu qu'elles ont tendance à être les plus diversifiées et donc les moins exposées au risque de faillite. La taille (TAILLE) de la firme est mesurée par le logarithme népérien de l'actif total.
- L'endettement : Plusieurs chercheurs montrent qu'un endettement excessivement élevé conduit à un accroissement du risque financier (Kim, 1978) ; (Leland, 1998). À partir du moment où l'endettement n'est plus maîtrisé, la firme risque de tomber en faillite. Dès lors, les créanciers exigent une prime de risque assez élevée lorsque la firme est très endettée et ce afin de se prémunir contre le risque de non remboursement de leur créance. Nous nous attendons à une relation positive entre le ratio d'endettement et le coût de la dette. Le taux d'endettement (END) est appréhendé par le montant de la dette totale rapporté à l'actif total.
- Le risque d'exploitation : DeAngelo et Masulis (1980) affirment que la volatilité du bénéfice accroît le risque de faillite de l'entreprise. Ils ajoutent que les investisseurs trouvent une difficulté à prévoir le bénéfice futur d'une firme ayant une variabilité élevée de son résultat. Nous prévoyons que les firmes risquées subissent un coût d'endettement élevé. Nous adoptons la mesure de Burgman (1996) à savoir la variation du bénéfice avant intérêts et impôts rapportée par la moyenne des bénéfices avant intérêts et impôts (RISQ).
- Le niveau des dividendes : Les clauses de contrat de prêt limitent généralement le versement de dividendes aux actionnaires dans la mesure où le paiement de dividendes peut être financé par une réduction des investissements ou par une émission de dettes. Nous anticipons ainsi une relation positive entre le niveau de dividendes et le coût d'endettement. Les dividendes (DIVID) sont définis dans notre étude par le ratio : Dividendes/ Bénéfice net.

## 5 LES RÉSULTATS EMPIRIQUES

Avant de procéder à la régression du modèle multi variée, nous exposons certaines caractéristiques de notre échantillon ainsi que les résultats du test de comparaison de moyenne des variables retenues pour les deux sous périodes pré-SOX et post-SOX.

## 5.1 LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES ET ANALYSE UNI VARIÉE

Les statistiques descriptives du coût de la dette et des attributs de gouvernance sur toute la période de l'étude ainsi que sur les deux sous-périodes pré-SOX et post-SOX sont exposées dans le tableau 3. D'un point de vue économétrique, nous avons fait appel au test non paramétrique de Mann-Whitney pour deux échantillons indépendants<sup>3</sup>

**Tableau 2. Statistiques descriptives sur toute la période 1998-2008 et test de comparaison des moyennes entre les deux sous-périodes pré-SOX et post-SOX**

Variables	Moyenne	Pré-SOX (1998-2001)	Post-SOX (2003-2008)	Z-statistics
Coût de la dette	0,078	0,081	0,065	-10,442**
Propriété managériale	0,1411	0,1485	0,1301	-1,290
Propriété institutionnelle	0,252	0,2304	0,2798	-8,808**
Taille du conseil d'administration	9,4714	9,5555	9,2571	-2,404*
Pourcentage des indépendants dans le conseil d'administration	0,748	0,709	0,812	-5,365**
Taille du comité d'audit	3,830	3,8024	3,8452	-1,213
Pourcentage des indépendants dans le comité d'audit	0,961	0,945	1,000	-10,028**
Pourcentage des experts financiers dans le comité d'audit	0,276	0,2305	0,3675	-15,124**
Nombre de réunions du comité d'audit	4,866	3,421	7,292	-11,27**
Dualité ♦	0,6870	0,7252	0,6557	-4,509**
Existence d'un comité de nomination indépendant ♦	0,5692	0,4345	0,7102	-6,659**
Existence d'un comité de rémunération indépendant ♦	0,9335	0,9011	0,9811	-3,516**

\*Significatif au seuil de 5% ; \*\* Significatif au seuil de 1%

♦ Il s'agit des fréquences

Les statistiques descriptives indiquent que le coût moyen de la dette est relativement élevé de l'ordre 7,77%. Les firmes de notre échantillon ont des conseils d'administrations de grande taille composés en moyenne d'environ 10 administrateurs. Ces administrateurs semblent être bien indépendants avec une présence de 72,84% d'administrateurs indépendants. Toutefois, l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration semble être contrebalancée par la concentration du pouvoir du CEO qui préside le conseil d'administration dans 69% des firmes constituant notre échantillon. La moitié des conseils délègue les responsabilités de nomination à un comité indépendant

Toutes les entreprises de notre échantillon ont un comité d'audit qui comporte en moyenne 4 membres. Ce comité est dominé par des indépendants (96,13%) et se réunit en moyenne 4 à 5 fois par an. Ceci va de pair avec les recommandations du Blue Ribbon Committee (1999) qu'un comité d'audit doit avoir au moins quatre réunions par an permettant une meilleure communication entre ses membres. En moyenne 27,63% des auditeurs ont une expertise financière. La quasi-totalité des entreprises dans notre échantillon ont un comité de rémunération indépendant. Cette constatation reflète une réglementation stricte adoptée par la SEC qui opte pour l'indépendance de ce comité dans l'élaboration de ses missions.

Concernant la structure de propriété, les managers et les administrateurs détiennent en moyenne 14,11% du capital tandis que la propriété des investisseurs institutionnels est assez concentrée (25,47%). Ceci explique bien que les investisseurs institutionnels prennent de plus en plus de l'importance dans le capital des entreprises américaines étant donnée la qualité de leur contrôle comparativement aux autres types d'actionnaires.

Les statistiques descriptives résultantes du test de comparaison des moyennes révèlent des différences significatives entre les deux sous-périodes pré-SOX et post-SOX. En effet, nous remarquons que les créanciers ont significativement baissé le coût d'endettement exigé durant la période qui a suivi la promulgation de la loi SOX. Nous concluons que les révisions majeures dans les pratiques de gouvernance imposées par SOX, notamment celles relatives à l'indépendance totale des auditeurs et la

<sup>3</sup> Nous avons procédé au test non paramétrique étant donné que le coût de la dette ainsi que certaines variables de gouvernance ne suivent pas la loi normale.

certification des comptes par les dirigeants ont permis de rétablir la confiance sur le marché de la dette concernant la fiabilité et l'intégrité des états financiers.

Suite au passage à l'acte réglementaire SOX, nous constatons que les conseils d'administration comprennent plus d'indépendant et optent davantage pour une séparation des postes de CEO et président du conseil d'administration. Étant plus objectif et indépendant, le rôle disciplinaire du conseil se renforce et permet d'assurer un suivi permanent des décisions stratégiques de la firme. En revanche, la taille du conseil d'administration a baissé après SOX. Ceci peut être afin d'assurer une meilleure coordination entre les administrateurs indépendants et une rapidité dans le processus de décision.

S'agissant du comité d'audit, nous remarquons que les pourcentages des indépendants et des experts financiers au sein du comité d'audit ont significativement augmenté. La moyenne est passée respectivement de 94,5% et 23,05% à 100% et 36,75%. Ce résultat est la conséquence directe de l'application de la loi SOX qui exige l'indépendance totale des membres du comité d'audit et la présence d'experts financiers. Nous avançons que ces révisions conduisent à plus de rigueur et de fermeté dans l'examen des rapports financiers. La fréquence des réunions du comité d'audit a connu une croissance spectaculaire. En effet, elle a plus que doublé, ce qui met en relief l'intéressement des auditeurs à assurer une meilleure qualité des rapports financiers.

Par ailleurs, nous apercevons une augmentation considérable dans l'existence de comités spécialisés au sein du conseil d'administration. En effet, avant 2002, 43,45% des firmes de notre échantillon disposent d'un comité de nomination indépendant. Ce taux est passé à 71,05% pour la période post SOX. De même, nous notons qu'après SOX, la quasi-totalité des firmes disposent d'un comité de rémunération indépendant. Ceci montre que les firmes deviennent de plus en plus conscientes que l'efficacité du conseil dans l'exercice de ses fonctions s'améliore en présence de comités spécialisés.

D'un autre côté, nous décelons des modifications significatives au niveau de la structure de propriété des firmes de notre échantillon après le passage à l'acte réglementaire SOX. En effet, le niveau de la propriété managériale a significativement baissé tandis que la propriété des investisseurs institutionnels a augmenté. Ces constatations vont dans le sens des conclusions tirées par Chung et Zhang (2011) et Ertuna et Tuckel (2013) selon lesquelles les investisseurs institutionnels investissent plus dans les firmes qui possèdent un système de gouvernance efficace afin de diminuer leurs coûts de contrôle. En revanche, si l'accroissement de la propriété des investisseurs institutionnels est associé à une meilleure qualité de gouvernance, l'effet du changement de la propriété managériale est moins évident.

D'après ces résultats, nous pouvons conclure que les firmes sont en train de restructurer la structure de leur conseil et leurs comités en renforçant les bonnes pratiques de gouvernance afin de satisfaire les exigences de la loi SOX et rétablir la confiance des parties prenantes.

Nous étudions dans ce qui suit les effets de ces mutations sur la perception de la gouvernance du point de vue des créanciers.

## 5.2 LES RÉSULTATS DU MODÈLE MULTI VARIÉE

Avant de procéder aux estimations, il est indispensable de procéder aux principaux tests usuels à savoir le test de multi colinéarité entre les variables explicatives et les tests permettant de choisir la méthode d'estimation à utiliser.

### 5.2.1 TEST DE MULTICOLINÉARITÉ

La détection de la multi colinéarité se base sur l'étude de la matrice des corrélations bivariées entre les variables explicatives du modèle et sur le calcul du facteur d'inflation de la variance (Variance Inflation Factor : VIF). Le tableau 3, présentant les corrélations entre les variables explicatives du modèle ainsi que les VIF, démontre que le problème de multi colinéarité ne se pose pas dans notre modèle. En effet, les coefficients de corrélation sont tous inférieurs à 0,8 ce qui correspond à la limite tolérée par (Kennedy, 2003) et les paramètres (VIF) ont tous une valeur inférieure à 3, la limite tolérée par Myers (1990).

Tableau 3. Matrice des corrélations de Pearson entre les variables explicatives du modèle

	TAILCA	INDPCA	REUNION	DUAL	NOMIN	COMPESAT	TAILAUD	INDPAU	EXPERT	MANG	INSTITU	TAILLE	DIVID	RISQ	END	VIF
TAILCA	1															1,762
INDPCA	0,001	1														1,249
REUNION	0,159**	0,230*	1													1,154
DUAL	0,107*	0,104*	0,07	1												1,087
NOMIN	0,139**	0,166**	0,071**	-0,034	1											1,211
COMPENSA	0,05	-0,01	-0,987*	-0,004	-0,01	1										1,113
TAILAUD	0,347**	0,163	0,180**	0,161*	0,004	0,075**	1									1,566
INDAUD	0,103*	0,252**	0,074**	0,018	0,132**	0,151**	0,104**	1								1,112
EXPERTISE	0,215**	0,257**	0,079**	0,059*	0,058**	0,071**	0,267**	0,004	1							1,053
MANG	-0,08*	-0,13*	-0,06*	0,03	-0,01	-0,02	-0,08*	-0,03	-0,08*	1						1,038
INSTITU	-	-0,11**	0,008	-0,007	0,072**	0,085**	-0,086**	0,104**	0,017	-0,007	1					1,064
TAILLE	0,455**	0,452**	0,258**	0,182**	0,077**	0,071**	0,334**	0,083**	0,211**	0,014	0,134**	1				1,825
DIVID	0,112**	0,118**	0,052**	0,064**	0,015	0,017	0,107**	0,024	0,027	0,007	-	0,084**	1			1,363
RISQ	-0,005	0,011	0,01	-0,005	-0,001	-0,001	0,012	-0,008	0,001	0,001	-0,005	-0,04**	0,009	1		1,172
END	0,163**	0,165**	0,088**	0,078**	0,018	0,022	0,146**	0,027	0,1**	-0,007	0,043**	0,158**	0,026	0,021*	1	1,068

\*\*Significatif au seuil de 1%, \*Significatif au seuil de 5%

### 5.2.2 CHOIX DE LA MÉTHODE D'ESTIMATION

Nous avons adopté la technique des données de panel. Chaque observation de notre échantillon possède une double dimension (entreprise, année). Avant de procéder à l'estimation, quatre tests sont menés pour valider la spécification du modèle :

- Le test de Fisher : Ce test nous permet de vérifier si notre modèle est homogène ou à effets individuels. La statistique de Fischer  $F=5,75$  (Prob>F est <0,001). La p-value étant inférieure au seuil de signification de 5%, nous rejetons ainsi l'hypothèse nulle que le modèle est homogène et nous affirmons l'existence d'effets spécifiques aux entreprises.
- Le test de Hausman : Le test précédent a démontré l'existence d'effets individuels, il convient à ce niveau de choisir entre les modèles à effets fixes ou les modèles à effets aléatoires. Le test d'Hausman nous permet de trancher lequel de ces deux modèles est plus approprié à nos données. Le résultat de ce test montre que la statistique  $\chi^2 = 1441,47$ , Prob >  $\chi^2$  est < 0,05. Le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires
- Le test d'homoscédasticité : une des principales hypothèses en matière de régressions multiples est l'homoscédasticité qui stipule que la variance des termes d'erreurs est supposée être constante. Le test de Breusch-Pagan montre que Prob> $\chi^2$  est <0,01. Nous rejetons ainsi l'hypothèse nulle et nous admettons la présence d'hétéroscédasticité.
- Le test de corrélation : une autre hypothèse fondamentale des régressions multiples est l'absence de corrélation entre les termes d'erreurs. Pour tester cette hypothèse, nous avons eu recours au test de Wooldridge qui montre  $F(1,420) = 959,127$  et p-value < 0,001. Dès lors, nous rejetons l'hypothèse nulle et nous confirmons que les termes d'erreurs sont auto corrélés.

Tenant compte de la présence de problème d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation, nous retenons la méthode des moindres carrés généralisés (MCG). Cette méthode est plus pertinente que la méthode des moindres carrés ordinaires qui ne peut être mobilisée que lorsque le modèle est homogène.

### 5.2.3 ANALYSE DES RÉSULTATS

Les résultats du modèle estimé sur les deux sous périodes pré-SOX et post-SOX sont réunis dans le tableau ci-après (le tableau 4).

**Tableau 4. Résultats des estimations des modèles testant l'impact des mécanismes de gouvernance sur le coût de la dette pour les deux sous périodes (Pré-SOX et Post-SOX)**

La variable dépendante : COÛT_DETTE						
Les variables indépendantes	Pré-SOX (1998-2001)		Post-SOX (2003-2008)		Difference	Z-statistic
	Coefficient	Z-Statistic	Coefficient	Z-Statistic		
TAILCA	0,256	4,07*	0,007	0,92	-0,249	-3.82*
INDPCA	-0,316	-47,65*	-0,498	-62,05*	-0,182	-15.67*
DUALI	0,031	7,43*	0,016	4,81*	-0.015	-3.74*
NOMIN	-0,0004	-0,96	-0,0006	-0,71	-0.0002	-0.151
COMPENSA	0,0009	1,59	0,0008	0,76	-0.0001	-0.116
TAILAUD	0,0016	3,26*	-0,0220	-6,14*	-0,0236	-6.89*
INDAUD	0,0451	15,67*	-0,0708	-17,97*	-0,1159	-20.13*
EXPERTISE	-0,0004	-1,03	-0,011	-4,70*	-0,0106	-2.95*
REUNION	-0,002	-0,77	-0,017	-2,89*	-0,015	-2.17*
MANG	0,260	4,11*	0,021	3,74*	-0,239	-3.15*
INSTITU	-0,027	-7,83*	-0,033	-9,49*	-0,006	-5.46*
TAILLE	-0,0004	-0,96	-0,0006	-0,71	-0,0002	-0.62
DIVID	0,017	2,9*	0,031	6,33*	0,014	6.23*
RISQ	0,0027	3,40*	0,0012	8,49*	-0.0025	-4.49*
END	0,0043	13,75*	0,0026	8,37*	-0.0017	-9,18*
Constante	0,1804	25,70*	0,0088	12,55*	-0.1716	-16,36*

\*Significatif au seuil de 1%

L'analyse en sous période révèle l'existence de mutations considérables dans la relation entre le coût de la dette et les attributs de gouvernance en fonction de la période d'étude. Ceci amène à dire que les dispositions mises par la loi SOX ont modifié la perception des créanciers sur certains attributs de gouvernance.

En effet, nos résultats indiquent que le coût de la dette est une fonction croissante de la taille du conseil d'administration durant la période pré-SOX. Les créanciers considèrent donc qu'un large conseil d'administration, visant à agir dans l'intérêt des actionnaires, nuit à leurs intérêts en approuvant par exemple des projets d'investissement trop risqués. Ils engagent ainsi des coûts élevés pour pouvoir contrôler un nombre très important d'administrateurs. Néanmoins, la taille du conseil d'administration n'a aucun effet significatif sur le coût de la dette pour la période post -SOX. Nous pouvons dire que les exigences additionnelles imposées par la loi SOX sur le fonctionnement du conseil ont constitué un moyen direct pour protéger les créanciers contre les décisions prises par le conseil indépendamment de sa taille. D'ailleurs, après SOX, des pénalités substantielles sont associées aux conseils qui ne font pas preuve de diligence raisonnable.

Conformément aux hypothèses avancées, nous trouvons que l'indépendance du conseil est favorablement perçue par les créanciers et affecte négativement le coût de la dette sur les deux sous périodes de l'étude. Ceci confirme l'idée que les administrateurs indépendants, soucieux de préserver leur réputation et leur capital humain non diversifiable se considèrent responsables de la protection de tous les partenaires de la firme, outre les actionnaires. Ils peuvent ainsi s'opposer aux décisions les plus contestables. En effet, cette relation négative est plus prononcée après-SOX. Nous concluons que les créanciers ont apprécié le développement du rôle attribué aux indépendants après SOX. Ces derniers veulent, désormais, à ce que la société ait un système adéquat de contrôle interne et préserve l'intégrité des rapports financiers.

Conformément à nos prédictions, les résultats dévoilent que l'association entre le coût de la dette et la dualité est positive sur les deux sous périodes de notre étude. Nous déduisons que le manque d'indépendance entre l'équipe dirigeante et le conseil d'administration est mal perçu par les créanciers puisqu'il constitue une entrave au contrôle effective de la discrétion managériale ce qui encourage les managers à entretenir les projets les plus risqués afin de maximiser leurs rentes. En revanche, cette relation positive tend à s'atténuer après SOX. Ceci corrobore les résultats de Cohen et al. (2009) et Barger et al. (2010) qu'après SOX, le pouvoir managérial s'affaiblit et le CEO est moins enclin à entreprendre des projets risqués et à diffuser des informations incertaines. Ceci est de nature à réduire la vigilance des créanciers envers la concentration du pouvoir entre les mains du CEO.

Nous remarquons que les créanciers n'accordent aucune importance à la présence de comités de nomination et de rémunération indépendants sur les deux sous périodes de l'étude. Apparemment, ces attributs de gouvernance ne présentent pas du point de vue des créanciers des outils de contrôle efficaces permettant de protéger leurs intérêts contre l'expropriation,

le sous- investissement et la substitution de l'actif. Ce sont plutôt des leviers de gouvernance actionnariale que les autres parties prenantes n'en tirent pas profit. Nous pouvons conclure que les pressions de la loi SOX ont poussé les entreprises à adopter des structures de gouvernance bien déterminées protégeant les intérêts des actionnaires mais qui n'ont aucune influence sur les décisions des créanciers.

Par ailleurs, nous remarquons qu'il existe des mutations considérables dans la relation entre les variables reflétant la qualité d'audit (la taille, la fréquence des réunions, l'indépendance et l'expertise financière) et le coût de la dette entre les deux sous périodes. Spécifiquement, les résultats révèlent que la taille du comité d'audit affecte positivement le coût de la dette durant la période pré-SOX. Ceci va de pair avec l'argument qu'un large comité d'audit peut aboutir à une rigidité au niveau de la prise de décision et donc à des comités moins opérationnels. Anticipant un tel scénario, Les créanciers imposent un coût d'endettement plus élevé. Toutefois, nos estimations révèlent qu'un large comité d'audit est apprécié par les créanciers et affecte négativement le coût de la dette pour la période post -SOX. Ce changement est nécessairement dû à la restructuration dans la composition du comité d'audit imposée par la loi SOX. En effet, la loi SOX a réduit fortement la variance en termes de composition du comité d'audit en imposant une indépendance entière de ce comité. De ce fait, un large comité d'audit indépendant combinant des expériences et des compétences différentes réduit considérablement le risque de fraude et garantit une meilleure qualité de l'information aux créanciers.

D'un autre côté, nous décelons une association positive entre le coût de la dette et la présence des auditeurs indépendants avant SOX. À partir de ce résultat, les créanciers remettent en cause la qualité des auditeurs indépendants avant SOX. Ceci corrobore les propos de DeFond et al. (2002) selon lesquels un auditeur indépendant peut être amené à abandonner son indépendance et l'impartialité de ses opinions s'il accomplit des services non liés à l'audit à la société client afin de conserver ses revenus lucratifs et entretenir une bonne relation avec la société client.

En revanche, nous relevons un changement dans la nature et l'ampleur de la relation entre le coût de la dette et l'indépendance des auditeurs qui devient significativement négative après SOX et ce conformément aux résultats dégagés par Amir et al (2010). Nous pensons que deux arguments peuvent expliquer cette mutation :

Premièrement, la loi SOX a contraint les auditeurs à fournir d'autres services accessoires non liés à l'audit qui risquent d'accroître leur dépendance financière à la société client. Cette contrainte renforce le degré d'indépendance choisi par les auditeurs qui fournissent désormais un effort considérable au niveau de la revue des états financiers afin de protéger leur réputation.

Deuxièmement, la mise en place du nouvel organisme de réglementation (*the Public Company Accounting Oversight Board*) disposant de pouvoirs de contrôle, d'enquêtes et de sanctions des cabinets d'audit et des personnes physiques ou morales accroît la responsabilité des auditeurs indépendants et les amènent à fournir un audit de qualité.

En examinant, l'effet de l'expertise financière et la fréquence des réunions sur le coût de la dette, nous ne décelons aucun effet significatif de ces deux variables avant la promulgation de la loi SOX tandis que l'association devient significativement négative suite à la mise en application de cette loi. À partir de ce résultat, nous avançons le constat suivant : l'existence d'experts financiers ne présente pas un attribut de gouvernance efficace pour renseigner les créanciers de la fiabilité et la transparence des informations fournis si elle n'est pas accompagnée d'une sérieuse volonté des auditeurs indépendants pour divulguer les irrégularités détectées par les experts financiers et exiger les corrections nécessaires. La remise en cause de l'indépendance des auditeurs, par les créanciers, avant l'imposition de SOX neutralise l'effet des experts financiers comme un outil de contrôle efficace. Pareillement, les créanciers remettent en cause le contenu des réunions du comité d'audit si elles se limitent à protéger les intérêts des actionnaires contre l'opportunisme managérial et ne tournent pas envers les risques subis par les créanciers. Par ailleurs, la fréquence des réunions après la mise en place de la loi SOX renforce l'efficacité des indépendants dans l'exercice de leurs fonctions et reflète leur assiduité et leur responsabilité. Nous concluons que l'indépendance ressort comme un attribut indispensable pour mettre en valeur l'importance des experts financiers comme un moyen visant à encadrer les pratiques comptables opportunistes.

En somme, une législation de plus en plus contraignante pour la composition et le fonctionnement du comité d'audit est rassurante pour les créanciers.

Comme l'on pouvait s'y attendre, la propriété managériale affecte positivement et significativement le coût de la dette pour la période avant-SOX. Nous concluons ainsi que l'accroissement de la propriété managériale exacerbe le comportement opportuniste des dirigeants au détriment des créanciers et ce en entreprenant les projets les plus risquées et/ou extraire des bénéfices privées de contrôle provenant essentiellement du financement par dette. Les créanciers vont chercher à se protéger en ajustant le taux d'intérêt exigé en fonction du risque encouru et accroissent le coût de la dette.

Par ailleurs, nous remarquons que l'effet positif de la propriété managériale sur le coût de la dette persiste mais s'atténue après SOX. Nous argumentons alors que même si les nouvelles exigences imposées par la loi SOX ont conduit à plus de prudence

des activités des managers, les créanciers restent, cependant, vigilants contre une éventuelle entente entre les actionnaires et les dirigeants qui conduit à une expropriation de leur richesse.

Conformément à nos hypothèses de recherche, nos résultats mettent en évidence que la propriété institutionnelle est un mécanisme réducteur de risque pour les créanciers. En effet, ces derniers exigent une prime de risque moins élevée lorsque la propriété institutionnelle s'accroît pour la période pré-SOX. Ce résultat est maintenu et est plus accentué sur la période post-SOX. Les créanciers approuvent ainsi le rôle des investisseurs institutionnels comme étant des acteurs puissants et actifs qui contrôlent de près la gestion des entreprises ce qui permet d'aboutir à des états financiers plus fiables et pertinents.

Par ailleurs, les variables de contrôle niveau d'endettement, risque d'exploitation et niveau des dividendes sont significatives sur les deux sous périodes de l'étude. Dans les firmes les plus endettées, les créanciers surchargent le taux d'intérêt. Pareillement, une distribution excessive de dividende aggrave les conflits entre les actionnaires et les créanciers amenant ces derniers à exiger une prime de risque plus élevée. Une forte volatilité du résultat est mal perçue par les créanciers. Cependant, la taille de la firme n'a aucun effet significatif sur le coût de la dette. Ceci peut être dû à la spécificité de notre échantillon composé exclusivement de firmes de grandes tailles.

## 6 CONCLUSION

La plupart des études examinant la perception de la gouvernance sur le marché de la dette révèlent que la gouvernance de l'entreprise est une dimension importante pour la prise de décision par le créancier car une bonne gouvernance développera sa confiance dans l'organisation et limitera le risque de comportement opportuniste des dirigeants/actionnaires. Néanmoins, les différents scandales financiers survenus au début des années 2000 ont multiplié les soucis quant à l'efficacité des systèmes de gouvernance dans la protection des intérêts des partenaires de la firme. La réponse réglementaire était l'implantation de la loi SOX (2002). Un des défis de la loi SOX est d'apporter des changements dans la relation d'agence entre les managers et les autres parties prenantes en instaurant des principes de gouvernance rigoureux et fermes protégeant tous les partenaires de la firme. Cet article tente de vérifier si les firmes pouvaient influencer la perception des créanciers et obtenir une baisse du coût d'endettement en améliorant le système de gouvernance après la promulgation de la loi SOX. Plus spécifiquement, nous menons une étude comparative sur deux périodes : pré-SOX (avant 2002) et post-SOX (après 2002) pour mettre en exergue s'il y a eu un changement dans la perception de la gouvernance du point de vue des créanciers après la restructuration des systèmes de gouvernance dictées par la loi SOX. Partant d'un échantillon de 486 firmes américaines sur une période de onze ans (1998-2008), nous avons abouti aux constats suivants :

- Une évolution des systèmes de gouvernance indiquant une grande implication des firmes américaines à satisfaire les exigences imposées par SOX. En optant pour des comparaisons de moyennes, sur les deux sous périodes pré-SOX (1998-2001) et post-SOX (2003- 2008), nous avons montré que les pourcentages des indépendants au sein du conseil d'administration et du comité d'audit ainsi que les pourcentages des experts financiers ont significativement augmenté pour la période post-SOX tandis que la structure duale de direction a significativement baissé. De même, nous apercevons une augmentation considérable dans l'existence de comités spécialisés et indépendants au sein du conseil d'administration et un accroissement de la propriété des investisseurs institutionnels pour la période post -SOX.
- Le coût de la dette a significativement baissé durant la période qui a suivi la promulgation de la loi SOX. Dès lors, les nouvelles dispositions pour la gestion, les directeurs, les auditeurs et les analystes ainsi que les pénalités sévères en cas de comportement frauduleux ont réussi à restaurer la confiance sur le marché de la dette en améliorant la qualité de l'information publiée et en réduisant les conflits d'intérêts.
- Le coût de la dette est tributaire des mécanismes de gouvernance sur les deux périodes pré-SOX et post -SOX. Cependant, des mutations significatives ont été constatées quant à la nature et l'ampleur de la relation coût de la dette/ mécanismes de gouvernance entre les deux sous périodes. Spécifiquement, nous avons montré qu'un large conseil d'administration n'est pas apprécié par les créanciers et entraîne une hausse du coût de la dette avant l'instauration de la loi SOX. En revanche, cette association positive n'est plus significative après SOX. Apparemment, les exigences additionnelles imposées par la loi SOX sur la structure et le rôle du conseil d'administration ont constitué un moyen direct pour protéger les créanciers contre les décisions prises par le conseil indépendamment de sa taille. De plus, les nouvelles pressions exercées sur le conseil d'administration après SOX ont renforcé le rôle disciplinaire des indépendants du point de vue des créanciers. Ceci s'est traduit par un renforcement de l'association négative entre le coût de la dette et le pourcentage des administrateurs indépendants après -SOX par rapport à la période pré-SOX. Par ailleurs, nous avons trouvé que le cumul des fonctions du CEO et du président du conseil a un effet significativement positif sur les deux périodes de l'étude. Néanmoins, cette relation positive tend à s'atténuer après SOX. Ceci peut être la conséquence des responsabilités

additionnelles infligées au CEO et des pénalités dissuasives en cas de fraude qui sont de nature à limiter les pouvoirs décisionnels du CEO au détriment des intérêts des créanciers.

Toutefois, nos résultats révèlent que les créanciers restent insensibles à la présence de comités de nomination et de rémunération indépendants sur les deux sous périodes de l'étude. Ces résultats sont expliqués par le fait que ces attributs sont des leviers de gouvernance actionnariale et que les autres parties prenantes particulièrement les créanciers n'en tirent pas profit.

Encore plus, nous avons constaté que la taille du comité d'audit et son indépendance sont mal perçus par les créanciers avant la promulgation de SOX et affectent positivement le coût de la dette tandis que les créanciers n'accordent aucun intérêt à la présence d'experts financiers et le nombre de réunions pour la période pré-SOX. Cependant ces attributs sont désormais après SOX des leviers de d'actions efficaces pour les créanciers reflétant un audit de qualité et une plus grande prudence comptable. Nous concluons que les exigences rigoureuses imposées par la loi SOX sur le comité d'audit notamment sur sa composition, le contrôle de son activité et les responsabilités attribuées aux indépendants ont rétabli la confiance des créanciers sur l'efficacité de cet organe.

En ce qui concerne la structure de propriété, nous avons démontré que la propriété des investisseurs institutionnels est appréciée par les créanciers et affecte négativement le coût de la dette sur les deux sous périodes de l'étude tandis que les créanciers sanctionnent les firmes qui accroissent la propriété managériale à travers une hausse du coût de la dette. En revanche, le pouvoir disciplinaire des investisseurs institutionnels se renforce après SOX alors que l'opportunisme des managers propriétaires s'atténue.

Comme tout travail de recherche, notre étude s'est heurtée à quelques limites liées d'une part aux mesures adoptées pour certaines variables particulièrement la mesure du coût de la dette mesurée par le total des charges financières rapporté aux dettes financières. Un estimateur du coût de la dette basé sur des valeurs de marché s'avère plus approprié. D'autre part, notre analyse s'est basée sur un échantillon de firmes de grande taille. De ce fait, les conclusions tirées ne s'appliquent pas forcément aux petites et moyennes entreprises.

Nous notons enfin que certes la loi SOX a réussi à rétablir la confiance sur le marché financier et particulièrement le marché de la dette en imposant un ensemble d'exigences lourdes sur les sociétés, néanmoins tous les efforts de SOX pour contrôler le risque n'ont pas pu empêcher l'énorme bulle financière des dernières années. En effet, cette crise financière devrait pousser les pouvoirs publics à renforcer la législation et à instaurer de nouvelles règles de gouvernance pour remédier aux dysfonctionnements constatés et aider les créanciers à bien évaluer les risques encourus.

## REFERENCES

- [1] R. C. Anderson, S. A. Mansi and D. M. Reeb, "Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt", *Journal of accounting and economics*, vol. 37, no. 3, pp. 315-342, 2004.
- [2] H. Ashbaugh, D. W. Collins and R. LaFond, "The effects of corporate governance on firms' credit ratings", *Journal of accounting and economics*, vol. 42, no. 1, pp. 203-243, 2006.
- [3] E. S. Bagnani, N. T. Milonas, A. Saunders and N. G. Travlos, "Managers, owners, and the pricing of risky debt: An empirical analysis", *The Journal of Finance*, vol. 49, no. 2, pp. 453-477, 1994.
- [4] L. L. Barger, K. M. Lehn and C. J. Zutter, "Sarbanes-oxley and corporate risk-taking", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 49, no. 1, pp. 34-52, 2010.
- [5] E. Bartov and D. A. Cohen, "The "numbers game" in the pre-and post-sarbanes-oxley eras", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 24, no. 4, pp. 505-534, 2009.
- [6] S. Bhojraj and P. Sengupta, "Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors", *The Journal of Business*, vol. 76, no. 3, pp. 455-475, 2003.
- [7] Blue Ribbon Committee, *Report and recommendations of the blue ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committees*, New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers, 1999.
- [8] M. Bradley and D. Chen, "Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions", *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, no. 1, pp. 83-107, 2011.
- [9] M. Bradley and D. Chen, "Does board independence reduce the cost of debt?", *Financial Management*, vol. 44, no. 1, pp. 15-47, 2015.
- [10] J. A. Brickley, J. L. Coles and G. Jarrell, "Leadership structure: Separating the ceo and chairman of the board", *Journal of corporate Finance*, vol. 3, no. 3, pp. 189-220, 1997.
- [11] T. A. Burgman, "An empirical examination of multinational corporate capital structure", *Journal of international business studies*, vol. 27, no. 3, pp. 553-570, 1996.

- [12] K. H. Chung and H. Zhang, "Corporate governance and institutional ownership", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 46, no. 1, pp. 247-273, 2011.
- [13] H. DeAngelo and R. W. Masulis, "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of financial economics*, vol. 8, no. 1, pp. 3-29, 1980.
- [14] L. E. DeAngelo, "Auditor size and audit quality", *Journal of accounting and economics*, vol. 3, no. 3, pp. 183-199, 1981.
- [15] M. L. DeFond, K. Raghunandan and K. Subramanyam, "Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going concern audit opinions", *Journal of accounting research*, vol. 40, no. 4, pp. 1247-1274, 2002.
- [16] I. Dimitrova, *Sarbanes-oxley and managerial ownership as alternative governance mechanisms: An evaluation using dual-class companies*, 2009.
- [17] C. Djama, *Le risque de faillite modifie-t-il la politique comptable*, Cahier de recherche, 2003.
- [18] M. Ertugrul and S. Hegde, "Board compensation practices and agency costs of debt", *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, no. 5, pp. 512-531, 2008.
- [19] B. Ertuna and A. Tükel, "Do foreign institutional investors reward transparency and disclosure: Evidence from istanbul stock exchange", *Journal of Emerging Market Finance*, vol. 12, no. 1, pp. 31-57, 2013.
- [20] L. P. Fields, D. R. Fraser and A. Subrahmanyam, "Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans", *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, no. 5, pp. 1536-1547, 2012.
- [21] H. Ghouma, "How do regulation changes impact the bondholders' perception of auditor choice and managerial ownership? Evidence from the sarbanes-oxley act adoption", *International Management Review*, vol. 4, no. 2, pp. 30-36, 2008.
- [22] M. C. Jensen, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *the Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831-880, 1993.
- [23] J. M. Karpoff, P. H. Malatesta and R. A. Walkling, "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 42, no. 3, pp. 365-395, 1996.
- [24] P. Kennedy, *A guide to econometrics*, MIT press, 2003.
- [25] M. A. Khaldi, "Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 19, no. 1, pp. 1-17, 2016.
- [26] E. H. Kim, "A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity", *The Journal of Finance*, vol. 33, no. 1, pp. 45-63, 1978.
- [27] A. Klein, "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of accounting and economics*, vol. 33, no. 3, pp. 375-400, 2002.
- [28] M. S. Klock, S. A. Mansi and W. F. Maxwell, "Does corporate governance matter to bondholders?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 4, pp. 693-719, 2005.
- [29] R. S. Kroszner and P. E. Strahan, "Bankers on boards:: Monitoring, conflicts of interest, and lender liability", *Journal of Financial Economics*, vol. 62, no. 3, pp. 415-452, 2001.
- [30] H. E. Leland, "Agency costs, risk management, and capital structure", *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 4, pp. 1213-1243, 1998.
- [31] J. S. Linck, J. M. Netter and T. Yang, "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 2, pp. 308-328, 2008.
- [32] C. Lorca, J. P. Sánchez-Ballesta and E. García-Meca, "Board effectiveness and cost of debt", *Journal of business ethics*, vol. 100, no. 4, pp. 613-631, 2011.
- [33] S. A. Mansi, W. F. Maxwell and D. P. Miller, "Does auditor quality and tenure matter to investors? Evidence from the bond market", *Journal of Accounting Research*, vol. 42, no. 4, pp. 755-793, 2004.
- [34] R. H. Myers, *Classical and modern regression with applications*, PWS-KENT, 1990.
- [35] S. C. Myers, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of financial economics*, vol. 5, no. 2, pp. 147-175, 1977.
- [36] H. Ortiz-Molina, "Top management incentives and the pricing of corporate public debt", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, no. 2, pp. 317-340, 2006.
- [37] S. Park, "Differential effect of the sarbanes-oxley act on individual and institutional investors", *Journal of Applied Business Research*, vol. 32, no. 2, pp. 517-526, 2016.
- [38] C. Piot and F. Missonier-Piera, *Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of french listed companies*, 28ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers, 2007.
- [39] M. E. Porter, "Capital disadvantage: America's failing capital investment system", *Harvard business review*, vol. 70, no. 5, pp. 65-82, 1991.
- [40] P. Sengupta, "Corporate disclosure quality and the cost of debt", *Accounting Review*, vol. 73, no. 4, pp. 459-475, 1998.
- [41] A. Shuto and N. Kitagawa, "The effect of managerial ownership on the cost of debt: Evidence from japan", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 26, no. 3, pp. 590-620, 2011.