

# Impact du Market Timing sur le choix de la maturité de la dette des entreprises tunisiennes.

Houda Baccari et Anis Jarboui

LARTIGE, FSEG Sfax, ISAAS Sfax  
ISET Sidi bouzid BP 377. Tunisie  
ISAAS BP 1013 Sfax, 3018. Tunisie  
baccari\_houda@yahoo.com  
anisjarboui@yahoo.fr

**Abstract**— Des études récentes suggèrent que le temps d'émission de la dette joue un rôle important dans la politique financière de l'entreprise. Nous avons essayé d'étudier le sujet de maturité de la dette d'un nouvel angle, celui de l'impact du Market timing dans le choix de maturité de la dette.

Notre étude empirique est faite sur un échantillon de 28 entreprises tunisiennes cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis pendant la période 2003-2014 et on a utilisé la méthode des moments généralisés (GMM).

L'objectif de cet article est de montrer, théoriquement et empiriquement, l'importance du Market timing dans l'explication des choix de maturité de la dette des entreprises tunisiennes. De plus, il présente les principaux résultats issus de la confrontation de nos hypothèses à la réalité des entreprises tunisiennes.

La théorie du market timing suppose que les gestionnaires puissent identifier le temps où l'émission d'actions est moins coûteuse par rapport à d'autres types de financement externe dû à la surévaluation du marché de l'entreprise. Le succès du market timing diminue le coût des capitaux propres de l'entreprise et profite aux actionnaires actuels au détriment des nouveaux actionnaires.

Des études récentes suggèrent que le temps d'émission de dette joue un rôle important dans la politique financière de l'entreprise.

Baker et Wurgler (2002) sont les premiers à aborder comment le market timing affecte la structure du capital de l'entreprise en utilisant le ratio market to book en tant que proxy pour l'évaluation de l'entreprise.

L'objectif de ce chapitre est de montrer, théoriquement et empiriquement, l'importance du Market timing dans l'explication des choix de maturité de la dette des entreprises tunisiennes. Autrement, il est destiné à répondre à la question empirique à savoir si le market timing conduit les décisions de maturité de la dette des entreprises

tunisiennes. De plus, il présente les principaux résultats issus de la confrontation de nos hypothèses à la réalité des entreprises tunisiennes.

Théoriquement, les entreprises qui croient que leurs crédits sont sous-évalués et détiennent des informations privées sur les perspectives d'avenir vont émettre des dettes à court terme de sorte que leurs créanciers sont en mesure de mettre à jour régulièrement leurs informations de crédit et ainsi leurs donner des conditions plus favorables.

Conditionnellement à l'émission de l'action, la dette à long terme devrait être préférable à la dette à court terme pendant les périodes de survalorisation des actions.

Les gestionnaires émettent une dette à court terme "lorsque les taux d'intérêt à court terme sont faibles par rapport à ceux à long terme", et "en attendant que les taux d'intérêt à long terme du marché diminuent".

Le Market timing est la principale motivation derrière les émissions de dette des entreprises. En effet, les entreprises à forte ratio Market to book préfèrent la dette à long terme que la dette à court terme en fonction de la proposition de Market timing.

Cet article apporte plusieurs ajustements à Fama et French (2012). Nous proposons d'appliquer un système de deux régressions complémentaires pour la répartition du financement entre le court et le long terme. De même, nous avons divisé notre échantillon en deux sous-échantillons pour répartir les entreprises entre petites et grandes entreprises.

Les résultats des régressions valident partiellement les hypothèses que nous avons établies. Nous remarquons que les entreprises ne tirent pas parti des conditions favorables du marché des actions pour allouer leurs dettes entre court et long terme car le ratio Market to book ne porte pas les signes attendus.

Pour l'investissement, on a trouvé que les petites entreprises tunisiennes choisissent les dettes à court terme au dépend des dettes à long terme. La raison qui explique ce choix est que les entreprises tunisiennes à forte opportunité de croissance souffrent plus des problèmes de sous-investissement et donc choisissent la dette à court terme.

Concernant l'émission d'action et leur impact sur le choix de la maturité de la dette, on a trouvé empiriquement que la dette à court terme est préférable à la dette à long terme pendant les périodes de survalorisation des actions. De plus, on a trouvé que si l'entreprise est bénéficiaire elle préfère la dette à court terme pour signaler sa qualité.

Enfin, on a la variable dividende qui présente le signe attendu avec un coefficient significatif pour les grandes et les petites entreprises. Et ceci conformément à la théorie d'agence et de signalisation.

Nous avons essayé d'étudier le sujet de maturité de la dette d'un nouvel angle. Celui de l'impact du Market timing dans le choix de maturité de la dette.

Pourtant, le choix de la maturité de la dette peut être influencé par d'autres facteurs parfois liés à la personnalité du décideur.

**Les mots clés :** Maturité de la dette, Market Timing, GMM

## REFERENCES

- Arellano, Manuel, and Stephen R. Bond, 1991, *Some tests of specification for panel data: monte carlo evidence and an application to employment equations*, *Review of Economic Studies* 58, 277-297.

- Baker, Malcolm, 2009, *Capital market-driven corporate finance*, *Annual Review of Financial Economics* 1, 181-205.

- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, 2000, *The equity share in new issues and aggregate stock returns*, *Journal of Finance* 55, 2219-2257.

- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, 2002, *Market timing and capital structure*, *The Journal of Finance* 57, 1-32.

Bougatef, K. and Chichti, J.E. (2011) 'Timing of debt issues: evidence from a panel of Tunisian and French firms', *Economics Bulletin*, Vol. 31, No. 2, pp.1188-1197.

Baker, M., R. Taliaferro, and J. Wurgler. 2005. "Pseudo Market Timing and Predictive Regressions." *Working Paper*.

Barry, C. B., S. C. Mann, V. Mihov, and M. Rodriguez. 2005. "Interest Rates and the Timing of Corporate Debt Issues." *Working Paper*. Department of Finance, M. J. Neeley School of Business, Texas Christian University.

- Baker, Malcolm, Robin Greenwood, and Jeffrey Wurgler, 2003, *The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns*, *Journal of Financial Economics* 70, 261-291.

- Bancel, Franck, and Usha R. Mittoo, 2004, *Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms*, *Financial Management* 33, 103-132.

- Barberis, Nicholas C., and Richard Thaler, 2003, *A survey of behavioral finance*, *Handbook of the Economics of Finance*, G. Constantinides, R. Stulz, M. Harris eds.

- Barclay, Michael J., Leslie M. Marx, and Clifford W. Smith Jr., 2003, *The joint determination of leverage and maturity*, *Journal of Corporate Finance* 9, 149-167.

- Barclay, Michael J., and Clifford W. Smith Jr., 1995, *The maturity structure of corporate debt*, *The Journal of Finance* 50, 609-631.

- Barry, Christopher B., Mann, Steven C., Mihov, Vassil T. and Rodriguez, Mauricio, 2008, *Corporate debt issuance and the historical level of interest rates*, *Financial Management* autumn 37, 413-430.

- Blundell, Richard, and Stephen Bond, 1997, *Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models*, *Journal of Econometrics* 87, 115-143.

- Blundell, Richard, Stephen Bond, and Frank Windmeijer, 2000, *Estimation in Dynamic Panel Data Models: Improving on the Performance of the Standard GMM Estimators*, *The Institute of Fiscal Studies Working paper*, No. 00/12.

- Bond, Stephen, Anke Hoeflner and Jonathan Temple, 2001, *GMM estimation of empirical growth models*, *CEPR Discussion Paper 3048*, London, United Kingdom: Centre for Economic Policy Research.

- Brockman, Paul, Xiumin Martin and Emre Unlu, 2010, *Executive compensation and the maturity structure of corporate debt*, *Journal of Finance* 65, 1123-1161.

- Butler, Alexander W., Gustavo Grullon, and James P. Weston, 2006, *Can managers successfully time the maturity structure of their debt?* *The Journal of Finance* 61, 1731-1758.

- Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen, 2006, *Managerial incentives and risk taking*, *Journal of Financial Economics* 79, 431-468.

- Diamond, Douglas W., 1991, *Debt maturity structure and liquidity risk*, *Quarterly Journal of Economics* 106, 709-737.

239

- Diamond, Douglas W., 1993, *Seniority and maturity of debt contracts*, *Journal of Financial Economics* 33, 341-368.

Emery, D. R., W. G. Lewellen, and D. C. Mauer. 1988. "Tax-Timing Options, Leverage, and the Choice of Corporate Form." *Journal of Financial Research* 11 (2): 99-110.

- Faulkender, Michael and Mitchell A. Petersen, 2006, *Does the source of capital affect capital structure?*, *The Review of Financial Studies* 19, 45-79.

- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 2005, *Financing decisions: who issue stocks*, *Journal of Financial Economics* 76, 549-582.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 2012, *Capital structure choices*, *Critical finance review* 1, 59-101.
- Faulkender, M. 2005. "Hedging or Market Timing? Selecting the Interest Rate Exposure of Corporate Debt." *Journal of Finance* 60 (2): 931-62.
- Faulkender, Michael, Mark J. Flannery, Kristine Watson Hankins, and Jason M. Smith, 2012, *Cash flows and leverage adjustments*, *Journal of Financial Economics* 103, 632-646.
- Flannery, Mark J., 1986, *Asymmetric information and risky debt maturity choice*, *The Journal of Finance* 41, 19-37.
- Goyal, V.K., Lehn, K. and Racic, S. (2002) 'Growth opportunities and corporate debt policy: the case of the U.S defense industry', *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 1,
- Graham, John R., and Campbell R. Harvey, 2001, *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, *Journal of Financial Economics* 60, 186-243.
- Greenwood, Robin, Samuel Hanson, and Jeremy C. Stein, 2010, *A gap-filling theory of corporate debt maturity choice*, *The Journal of Finance* 65, 993-1028.
- Hajiha Z, Akhlaghi H, *The determinants of debt maturity structure in Iranian firms*, *Academic journals*, 2003
- He, Zhiguo, and Konstantin Milbradt, 2012, *Endogenous liquidity and defaultable bonds*, *Working paper*, University of Chicago and MIT.
- Hovakimian, Armen, 2004, *The role of target leverage in security issues and repurchases*, *The Journal of Business* 77, 1041-1072.240
- Hovakimian, Armen, 2006, *Are observed capital structures determined by equity market timing?*, *The Journal of Finance* 41, 221-43.
- Hovakimian, Armen, Gayane Hovakimian, and Hassan Tehranian, 2004, *Determinants of target capital structure: the case of dual debt and equity issues*, *Journal of Financial Economics* 71, 517-540.
- Hovakimian, Armen, and Guangzhong Li, 2009, *In search of conclusive evidence: how to test for adjustment to target capital structure*, *Journal of Financial Economics* 17, 33-44.
- Hovakimian, Armen, Tim Opler, and Sheridan Titman, 2001, *The debt-equity choice*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 1-24.
- Huang, Rongbing, and Jay R. Ritter, 2009, *Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44, 237-271.
- Johnson, Shane A., 2003, *Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage*, *Review of Financial Studies* 16, 209-236.
- Ju, Nengjiu and Hui Ou-yang, 2005, *Capital structure, debt maturity, and stochastic interest rates*, *The Journal of Business* 79, 2469-2502.
- Jun, Sang-Gyung, and Frank C. Jen, 2003, *Trade-off model of debt maturity structure*, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 20, 5-34.
- Kayhan, Ayla and Sheridan Titman, 2007, *Firms' histories and their capital structures*, *Journal of Financial Economics* 83, 1-32.241
- Knopf, John D., Jouahn Nam, and John H. Thornton Jr., 2002, *The volatility and price sensitivities of managerial stock option portfolios and corporate hedging*, *Journal of Finance* 57, 801-812.
- Korajczyk, Robert A., and Amnon Levy, 2003, *Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints*, *Journal of Financial Economics* 68, 75-109.
- Lakonishok, Josef, Anderi Shleifer, and Robert W. Vishny, 1994, *Contrarian investment, extrapolation and risk*, *The Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Leary, Mark and Michael Roberts, 2005, *Do firms rebalance their capital structures?*, *The Journal of Finance* 60, 2575-2619.