

Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du *free cash-flow*

Évelyne POINCELOT*

Université de Bourgogne

Correspondance :

Université de Bourgogne
Pôle d'Économie et de Gestion
IAE
2, Bd Gabriel
21000 Dijon

Résumé : L'objectif de cet article est de mieux cerner le rôle de l'endettement comme variable de contrôle du comportement managérial, pour les firmes dégageant du *free cash-flow*. L'endettement est supposé être une variable d'action utilisée par les actionnaires pour s'approprier la valeur. Les tests ont permis d'apprécier si les actionnaires exercent un contrôle sur les décisions managériales, en contraignant le dirigeant dans ses choix de financement.

Mots-clés : administrateur – conseil d'administration – décisions de financement – *free cash-flow* – mécanismes de contrôle – performance économique – structure de l'actionnariat.

Abstract : This study aims to analyze the role of debt like control's variable of the manager's behaviour by shareholders for the firms generating free cash flows. The debt is supposed to be used by shareholders in order to appropriate value. The tests are realized in order to appreciate if shareholders control managers by constraining them in their financial decisions.

Key words : director – board of directors – financial decisions – free cash-flow – mechanisms of control – economic performance – shareholdings.

* L'auteur est membre du Latec (Crégo).

Le rôle que peuvent jouer les créanciers financiers dans le contrôle du comportement du dirigeant supposé maximiser en priorité sa propre fonction d'utilité a déjà fait l'objet de nombreux développements¹.

Dans une situation de *free cash-flow* (désormais FCF)², par exemple, S.C. Myers [1990] suggère que le dirigeant devrait choisir l'endettement en dernier ressort alors que M.C. Jensen [1986] considère que les firmes auraient intérêt à être davantage endettées. Le paiement régulier des intérêts et les remboursements que l'endettement implique, donnent aux créanciers financiers la possibilité de contraindre le dirigeant à renoncer à des investissements non rentables, sous peine de faillite. Inversement, les actionnaires ne peuvent l'obliger à verser le FCF sous forme de dividendes. Dans le modèle de M.C. Jensen [1986], les actionnaires sont censés contrôler indirectement le dirigeant par l'intermédiaire de la structure de financement. La fonction de contrôle serait ainsi déléguée aux créanciers financiers et s'exercerait sous forme d'une contrainte sur les choix de financement du dirigeant.

La plausibilité de ce scénario ne peut être étudiée qu'en examinant conjointement l'incidence des mécanismes de contrôle des décisions du dirigeant dont disposent les actionnaires, notamment, la structure de l'actionnariat et la composition du conseil d'administration³. Si le contrôle par les créanciers financiers, intervient de façon indirecte, sous la pression des actionnaires, ces derniers, s'ils exercent déjà un contrôle impor-

¹ Le lecteur se reportera à la synthèse figurant dans l'article de R. McCormick, M.L. Mitchell [1993].

² Une situation de *free cash flow* existe lorsqu'une firme dispose de ressources d'un montant supérieur à la somme requise pour financer tous les projets d'investissement rentables.

³ D'autres mécanismes peuvent inciter le dirigeant à gérer davantage dans l'intérêt des actionnaires, notamment la recherche d'une bonne réputation auprès de futurs employeurs, la menace d'être limogé en cas de prise de contrôle, la politique de rémunération... L'objet de cet article n'est pas d'étudier la place de l'endettement parmi l'ensemble des mécanismes de contrôle du comportement du dirigeant, mais seulement d'expliquer dans quelles conditions il peut être utilisé et de montrer l'interdépendance éventuelle entre les moyens de contrôle internes (structure de l'actionnariat, composition du conseil d'administration) et externes (rôle des créanciers financiers).

tant par les autres mécanismes, ne souhaitent pas nécessairement accroître l'endettement⁴.

L'objectif de cet article est de mieux cerner le rôle de l'endettement comme moyen de contrôle du comportement du dirigeant, pour les firmes dégagant du FCF, chaque partenaire de l'organisation (dirigeants, actionnaires...) étant censé maximiser sa propre fonction d'utilité. L'endettement est supposé être une variable d'action utilisée (indirectement) par les actionnaires pour réduire la marge de liberté du dirigeant et s'approprier la valeur.

Les propositions théoriques, ainsi que les résultats des tests existants, seront présentés dans la première partie. Les modalités et les résultats des nouveaux tests que nous avons réalisés seront exposés en deuxième partie.

1. Propositions théoriques et tests existants

Les firmes ayant un Q de Tobin⁵ supérieur à 1, à moins d'être surévaluées, sont supposées détenir des opportunités d'investissement rentables et être moins confrontées aux problèmes d'utilisation du FCF (R. Laughlin et *al.* [1996], p. 48). À l'inverse, les firmes sous-performantes (Q de Tobin inférieur à 1) connaissent des conflits opposant les actionnaires au dirigeant concernant l'emploi du FCF⁶. Le diri-

⁴ Cette décision d'augmenter l'endettement dépend de la perception qu'en ont les actionnaires. Elle peut entraîner un effet de levier ou de massue.

⁵ Le Q de Tobin est égal au rapport entre la valeur de marché de la firme (somme des valeurs de marché des fonds propres et de la dette) et le coût de remplacement des actifs.

⁶ Comme le rappellent S.B. Perfect et K.W. Wiles [1994, p. 335], « *les firmes avec un Q de Tobin inférieur à 1 ont à la marge des investissements dont la rentabilité est inférieure au coût du capital* ». Cela ne signifie pas qu'elles ont davantage de liquidités mais qu'elles ont plus de difficultés à les utiliser dans l'objectif d'augmenter la valeur de la firme. Notons cependant que la relation entre un Q de Tobin inférieur à 1 et la « sous-performance » n'est pas aussi systématique. C'est notamment le cas d'une firme ayant des actifs en place obsolètes dont la valeur de marché est inférieure au coût de remplacement et possédant par ailleurs une bonne marque (L.H. Lang et *al.* 1989). Les holdings industrielles ont habituellement un Q de Tobin inférieur à 1. Faut-il forcément les considérer

geant peut être incité, soit à le gaspiller, afin d'augmenter la croissance de la firme et parallèlement sa rémunération, soit, et plus largement, à adopter une stratégie d'enracinement préjudiciable aux actionnaires afin de conforter sa position. Selon A. Shleifer, R.W. Vishny [1989] et R. Morck et *al.* [1990] les dirigeants sont tentés d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard et d'élargir leur espace discrétionnaire en réalisant des investissements spécifiques à leur savoir-faire, qui peuvent être contraires à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires⁷. Cette stratégie se justifie d'autant plus que le risque d'être limogé est important dans ce type de firme.

1.1. Les hypothèses

L'utilisation ou non de l'endettement dans la relation actionnaires / dirigeants conduit à formuler plusieurs hypothèses.

Selon M.C. Jensen [1986, p. 324], si les actionnaires ont un réel pouvoir de contrôle, les firmes dégagant du FCF devraient être plus endettées. En accroissant l'endettement, le dirigeant s'obligerait à mieux gérer dans l'intérêt des créanciers financiers et de l'ensemble des parties prenantes, y compris les actionnaires. Plusieurs arguments permettent de justifier l'intérêt de l'endettement pour les actionnaires :

– en augmentant les engagements de l'entreprise vis-à-vis des créanciers financiers, le dirigeant accroît la probabilité de faillite ;

comme des sociétés sous-performantes ? Enfin, M. Harris, A. Raviv [1991] soulignent qu'un Q de Tobin supérieur à 1 a une double signification : soit la firme dispose de nombreuses opportunités d'investissement, soit les actifs existants sont correctement appréciés par le marché. Dans ce dernier cas, elle peut présenter en fait des perspectives de croissance limitées.

⁷ Cependant, R.P. Castanias, C.E. Helfat [1992] considèrent que ces investissements peuvent générer des rentes dont les actionnaires seraient indirectement bénéficiaires. Ayant développé un savoir-faire spécifique pour la firme qu'il dirige, le dirigeant n'a pas intérêt à être licencié et évite les conflits avec les actionnaires. Le lien entre l'enracinement du dirigeant et la performance du point de vue des actionnaires n'est pas évident, le pouvoir des actionnaires sur le comportement du dirigeant ayant vraisemblablement une incidence directe sur le sens de cette relation.

– le remboursement de la dette et le paiement des intérêts constituent des sorties de fonds obligatoires qui contraignent le dirigeant à ne pas gaspiller le FCF.

Hypothèse 1 : Les firmes secrétant du FCF devraient être davantage endettées.

Si cette hypothèse est infirmée, une explication plausible serait que les actionnaires n'ont pas le même pouvoir sur les décisions de financement du dirigeant selon la performance des firmes. Selon M.C. Jensen [1986, p. 323], les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeant sont particulièrement importants lorsque l'organisation secrète des FCF substantiels. Implicitement, il suggère que l'intérêt des actionnaires à contrôler le dirigeant devrait être d'autant plus fort que le niveau du FCF est élevé.

Hypothèse 2: Le contrôle des actionnaires devrait différer selon la performance des firmes.

La non-réfutation de cette hypothèse permettrait de suggérer un lien entre les décisions de financement et le contrôle des actionnaires. Il serait alors intéressant de montrer pour quelle catégorie de firmes ce lien est le plus intense.

Le contrôle du comportement opportuniste du dirigeant par les actionnaires dépend de leur possibilité d'implication dans la prise de décision. L'implication peut être directe, sous forme d'une représentation au conseil d'administration, ou indirecte, si le capital est concentré entre les mains d'un petit groupe d'actionnaires.

Même si le pouvoir des actionnaires est important, contraindre le dirigeant à s'endetter ne va pas de soi, en raison des coûts de faillite et d'agence engendrés. Ainsi, le dirigeant peut être enclin à sélectionner davantage de projets plus risqués [M.C. Jensen, W.H. Meckling, 1976] et le remède peut être pire que le mal.

Hypothèse 3 : Il existe un lien entre les décisions de financement et le contrôle des actionnaires.

Cette hypothèse doit permettre de tester si le contrôle des actionnaires s'exerce, au moins partiellement, par le biais de la variable endettement. Il n'est pas simple de caractériser cette relation lorsque le contrôle des actionnaires est fort. Dans le cas contraire, selon M.C. Jensen [1986] ou S.C. Myers [1990], le dirigeant, disposant alors d'une latitude discrétionnaire plus élevée, privilégiera le financement par fonds propres. Il évitera ainsi de s'exposer à un contrôle plus intense de la part des créanciers financiers.

Hypothèse 4 : Si les firmes sont sous-performantes (Q de Tobin < 1) et si le pouvoir de contrôle des actionnaires est faible, le dirigeant devrait privilégier les fonds propres à l'endettement.

Dans les firmes performantes, qui détiennent des opportunités d'investissement rentables et sont moins confrontées aux problèmes d'utilisation du FCF, la variable « contrôle des actionnaires » devrait jouer un rôle plus mineur dans les décisions financières du dirigeant.

1.2. Les systèmes de contrôle du dirigeant

Les systèmes de contrôle des activités du dirigeant par les actionnaires sont notamment la structure de l'actionnariat et le conseil d'administration :

- *La structure de l'actionnariat*

Selon G. Charreaux, J.P. Pitol-Belin [1990], les sociétés par actions cotées en France peuvent être réparties en trois grandes familles : les sociétés managériales (actionnariat diffus), les sociétés contrôlées (par une autre firme, le plus souvent, un ou plusieurs groupes financiers), et les sociétés familiales (dont le capital est détenu principalement par la famille). Pour la première catégorie de firmes, A.A. Berle, G.C. Means [1933] et les auteurs qui se sont inspirés de leur ouvrage, ont souligné la position de force de la direction par rapport aux actionnaires. Pour la deuxième catégorie, si le capital est concentré entre les mains d'un petit groupe d'actionnaires, ces derniers disposeront d'un contrôle plus fort. Selon H. Demsetz [1995], les actionnaires qui ont une position domi-

nante dans le capital, bénéficient d'un accès privilégié aux informations internes, comparativement aux actionnaires minoritaires et aux autres tiers extérieurs. Le dirigeant, qui redoute son éviction, jouit alors d'une latitude plus faible pour prendre des décisions contraires à leurs intérêts. Évidemment, si le capital est détenu principalement par le dirigeant et sa famille (directement ou par l'intermédiaire d'une société qu'il (ou elle) contrôle), ces derniers cumulent deux fonctions, celle d'actionnaire et celle de dirigeant, ce qui complexifie leur fonction d'utilité.

- *La structure du conseil d'administration*

Selon la théorie de l'agence, la fonction du conseil d'administration est de gérer la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. Le contrôle par les actionnaires est direct lorsqu'ils participent au conseil d'administration. Il peut être également délégué à des administrateurs qualifiés. Les administrateurs externes (ni dirigeants, ni actionnaires) sont, en effet, incités à assurer une mission de contrôle. En étant administrateurs de sociétés dont ils contribuent à améliorer la performance, ils signalent leurs propres compétences [M. Weisbach 1988] et se construisent une réputation d'experts dans le contrôle des décisions managériales [E. Fama, M.C. Jensen 1983]. Ces compétences sont d'autant plus reconnues qu'ils sont eux-mêmes dirigeants d'autres sociétés et disposent d'un nombre élevé de mandats [G. Charreaux, J.P. Pitol-Belin 1990].

1.3. Les tests existants

De nombreuses études empiriques ont eu pour objet de tester la relation entre la composition du conseil d'administration ou la structure de l'actionnariat et la performance mesurée par divers indicateurs. L. Godard [1996] et A. Agrawal, C.R. Knoeber [1996] en dressent une liste. Mais, la relation entre ces variables et la structure de financement n'a pas été testée, excepté par A. Agrawal et C.R. Knoeber, leur étude portant sur 400 firmes américaines et sur l'année 1987. Ils obtiennent par la méthode des doubles moindres carrés une relation positive et significative au seuil de 5 % entre le pourcentage d'administrateurs exter-

nes et le ratio d'endettement. Le pourcentage de capital détenu par les administrateurs est corrélé positivement au ratio d'endettement au seuil de 10 %. Le ratio d'endettement est calculé ainsi :

$$\frac{\text{Valeur comptable de la dette}}{\text{Valeur comptable de la dette} + \text{capitalisation boursière}}$$

En fait, le mécanisme de contrôle externe représenté par l'endettement ne devrait intervenir que dans le cas où le dirigeant est contraint dans ses choix de financement, directement, par les administrateurs externes ou, indirectement, par la structure de l'actionnariat.

A. Agrawal et C.R. Knoeber ont constaté également que le ratio d'endettement et le pourcentage d'administrateurs externes sont liés négativement à la performance mesurée par le Q de Tobin au seuil de 1 %. Le pourcentage de capital détenu par les administrateurs est lié positivement au même indicateur de performance, au seuil de 10 %. Ces résultats induisent différentes remarques.

- L'hypothèse selon laquelle les firmes sous-performantes sont davantage contrôlées est corroborée. Le résultat concernant le « pourcentage de capital détenu par les administrateurs » est plus difficilement interprétable car ce pourcentage n'est pas réellement une variable de contrôle, les auteurs ayant fait abstraction de la structure de propriété et, par conséquent, conservé les firmes familiales dans leur échantillon.

- La théorie de M.C. Jensen [1986] est confirmée. Les résultats confortent également l'hypothèse que les deux mécanismes de contrôle (endettement et administrateurs externes) jouent de façon complémentaire.

- La portée de ces résultats empiriques doit être relativisée dans la mesure où ils n'intègrent pas l'évolution du ratio d'endettement et surtout parce que le pourcentage de capital détenu par les administrateurs et la proportion d'administrateurs « externes » présents au conseil d'administration ont été estimés et non directement calculés⁸. Il en résulte vraisemblablement un biais important.

⁸ Ces variables ont été estimées notamment à partir de la taille de la firme, du

2. Présentation et réalisation des tests

2.1. Variables et échantillon

2.1.1. Le choix des variables

Pour des raisons déjà évoquées, la concentration du capital entre les mains d'un petit groupe d'actionnaires permet de considérer comme probable un contrôle plus intense. En conséquence, nous considérons que le contrôle est plus fort (plus faible) si la moitié du capital est détenu par un actionnaire (plusieurs actionnaires). Un pourcentage de 40 %, seuil légal à partir duquel le contrôle est présumé, n'aurait pas sensiblement modifié les chiffres obtenus. De façon à pouvoir tester clairement nos hypothèses, les firmes familiales, identifiées comme étant celles dont le Pdg et l'actionnaire principal portent le même nom, ont été exclues de l'échantillon. Nous avons également vérifié que le Pdg de la société étudiée n'exerçait pas la même fonction au sein de la société-principal actionnaire.

Comme les firmes retenues sont souvent la propriété d'un ou de deux principaux actionnaires, la structure de l'actionnariat n'est pas une variable très discriminante.

La composition du conseil d'administration est l'autre vecteur permettant de contrôler les décisions du dirigeant.

Les variables retenues pour en rendre compte sont les suivantes :

- CAACTPRIN : une variable binaire valant 1 ou 0, selon que l'actionnaire principal (ou les actionnaires principaux) siège ou non au conseil. Le nombre des principaux actionnaires a été déterminé en ajoutant les participations les plus fortes dans le capital, à concurrence du seuil de 66 %. Par exemple, si A et B détiennent ensemble 80 % du capital dans des proportions différentes, les 20 % restants sont possédés par un actionnariat plus diffus. Si les proportions sont de 40 % pour respectivement A et B, les actionnaires principaux sont au nombre de 2. Si A et B détiennent respectivement 66 % et 14 %, l'actionnaire principal sera A. Pour ces deux configurations, la variable CAACTPRIN pren-

dra la valeur 1 si au moins un actionnaire principal siège au conseil et 0 dans le cas contraire.

- ADMACT : le pourcentage d'administrateurs-actionnaires présents au conseil. Si l'actionnaire principal X est une personne morale, il peut être présent directement au conseil d'administration de la firme Y en qualité de firme (en nommant un représentant permanent) ou, indirectement, en étant représenté par ses propres administrateurs. En conséquence, la variable ADMACT est calculée en dénombrant le nombre d'administrateurs-actionnaires et pour l'actionnaire principal X, le nombre d'administrateurs le représentant au conseil d'administration de Y (y compris éventuellement lui-même).

L'actionnaire principal X peut être lui-même contrôlé en amont par Z. Dans ce cas, et en supposant un contrôle présumé pour un seuil de détention de 40 %, les noms des administrateurs de Z figurant au conseil de Y seront pris en compte dans la détermination de la variable. Le cas échéant, celle-ci comprend les administrateurs de la société contrôlant Z qui y siègent également (et ainsi de suite).

Par ailleurs, les firmes avec mandats croisés sont éliminées (le dirigeant de la firme A est administrateur de B ; le dirigeant de celle-ci exerce la même fonction dans A).

- MANSUP5 : pourcentage d'administrateurs externes détenant un nombre de mandats supérieur à 5. Nous présumons un lien positif entre MANSUP5 et le degré de contrôle.

Les informations sont issues de la base de données Dafsaliens⁹.

2.1.2. *Le choix des entreprises*

Les tests ont été effectués à partir des sociétés cotées pour plusieurs raisons :

- le dirigeant a, en principe, accès à toutes les sources externes de financement, le rationnement de ces entreprises étant moindre ;
- les différentes structures de propriété-décision sont bien représentées. Les firmes dont le système de contrôle est « évident », (par

⁹ Les informations obtenues datent de 1992.

exemple, les sociétés familiales dont les dirigeants sont les principaux actionnaires) ont été exclues ;

– la mesure de leur performance économique est facilitée.

Sur la base d'un échantillon de 233 entreprises, sélectionnées à partir de la base de données Dafsaliens, dont l'activité n'est ni financière, ni totalement commerciale, nous n'en avons retenu que 99, soit parce que les données étaient incomplètes, soit parce que les liens familiaux entre le dirigeant et le conseil d'administration et/ou l'actionnariat étaient prépondérants.

2.1.3. La mesure de la performance économique

La performance économique a été mesurée par le Q de Tobin, la valeur de marché de la dette ayant été calculée en prenant l'approximation proposée par J. Bessis [1987]¹⁰. La valeur du Q de Tobin permet de construire deux catégories de firmes : Q supérieur à 1, performance économique forte ; Q inférieur à 1, performance faible¹¹. Le choix du ratio de Marris, évaluant la performance anticipée du point de vue des actionnaires (rapport entre capitalisation boursière et valeur comptable des capitaux propres) n'aurait pas modifié sensiblement cette répartition.

¹⁰ « La valeur de marché de la dette diffère de la valeur comptable pour les dettes à plus d'un an en raison des variations des taux d'intérêt, des différences de risque et des différences de la structure par échéances d'une firme à l'autre » [J. Bessis, 1987]. Aussi, J. Bessis propose un redressement approximatif à partir d'une série d'hypothèses simplificatrices : l'échéance jusqu'à la fin de la durée de vie des emprunts est approximativement égale à la moyenne du marché français ; les taux à l'émission et les taux courants sont ceux des obligations du secteur privé ; l'émission est faite au pair.

$$\frac{VD}{D} = \frac{i}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right) + \frac{1}{(1+r)^n}$$

avec i le taux « à l'émission » ; r le taux « courant » c'est-à-dire le taux à l'émission des emprunts à la date correspondant au calcul des ratios ; n la durée jusqu'à l'échéance (en années) ; VD la valeur de marché de l'endettement ; D la valeur comptable de l'endettement.

¹¹ Le lecteur peut se reporter à l'article de S.B. Perfect, K.W. Wiles afin d'obtenir les différentes méthodes de construction de cet indicateur.

2.1.4. *La mesure des variables concernant les décisions financières*

Les décisions financières ont été appréhendées à partir de la base de données Diane. Pour mieux évaluer le choix de financement annuel, nous avons retenu l'indicateur de flux suivant :

$$\frac{\text{Somme des variations annuelles de l'endettement financier sur 5 ans [1991 - 1995]}}{\text{Somme des variations annuelles de l'endettement financier et des ressources en fonds propres externes}}$$

En cas de désendettement, cet indicateur prend une valeur égale à zéro. Les informations nécessaires ont été sélectionnées à partir de données consolidées.

2.2. *La réalisation des tests*

L'échantillon final est de taille réduite car les firmes dont le Q de Tobin est très proche de 1 (entre 0,9 et 1,1) et/ou pour lesquelles les informations concernant les décisions financières ont été publiées sur un nombre insuffisant d'années, ont été exclues de l'échantillon.

Le calcul du Q de Tobin a permis de scinder les entreprises en deux groupes. Le premier groupe (performance faible ; Q inférieur à 0,9) comprend 25 firmes et le deuxième groupe (performance forte ; Q supérieur à 1,1) 43 firmes¹².

2.2.1 *Présentation et justification de la méthode retenue*

Un test de différence de moyenne a été utilisé pour tester les hypothèses portant sur la totalité de l'échantillon. Pour les hypothèses 1 et 2, en scindant l'échantillon en deux groupes selon la valeur du Q de Tobin, nous avons étudié si le degré de contrôle par les actionnaires et la politique financière variaient significativement avec la performance.

Lorsque la variable testée présente des valeurs égales et que la taille des groupes est faible, nous avons préféré utiliser le test de rang de

¹² Respectivement, 9 et 22 firmes ont suivi une stratégie de désendettement.

Wilcoxon-Mann-Whitney. C'est le cas pour les hypothèses 3 et 4, pour lesquelles nous n'avons étudié que l'incidence du degré de contrôle par les actionnaires sur la politique financière et ce, uniquement pour les firmes sous-performantes.

La statistique du test de Wilcoxon-Mann-Whitney est :

$$T_1 = \frac{R_1 - n_1 \frac{n+1}{2}}{\sqrt{\frac{n_1 n_2}{n(n-1)} \sum_{i=1}^n r_i^2 - \frac{n_1 n_2 (n+1)^2}{4(n-1)}}$$

avec $\sum_{i=1}^n r_i^2$ la somme des carrés des n rangs, ou rangs moyens réellement utilisés dans les deux échantillons.

R_1 la somme des rangs affectés au premier échantillon

n_1 et n_2 les tailles des deux échantillons, $n = n_1 + n_2$

T_1 est comparé ensuite aux fractiles de la loi Normale

2.2.2. Les résultats

Les résultats obtenus sont résumés dans les tableaux 1 et 2. Les firmes dont le Q de Tobin est inférieur à 1 ne sont statistiquement ni plus ni moins endettées que les autres entreprises.

Les sociétés qui ont davantage d'administrateurs externes détenant un nombre de mandats supérieur à 5 sont moins valorisées par le marché. Le nombre des actionnaires principaux présents au conseil ou d'administrateurs-actionnaires n'est pas significativement différent selon la valeur du Q de Tobin.

Le groupe des firmes non performantes (Q de Tobin inférieur à 1) a été ensuite scindé en deux sous-groupes en fonction de la valeur prise par les variables de « contrôle » (MANSUP5 ; ACTADM ou CAACTPRIN), toutes exprimées en pourcentage. Un seuil de 20 % a été utilisé pour séparer les deux sous-groupes. Un test de rang sur la variable endettement a été réalisé. Les résultats sont rapportés dans le tableau 2.

Tableau 1 – *Tests de différence de moyenne entre les firmes performantes et non performantes*

Variables	Résultats obtenus
Ratio d'endettement	Pas de différence significative (t = 1,449 avec 66 degrés de liberté). L'hypothèse 1 est infirmée.
Degré de contrôle : • présence des actionnaires principaux au conseil CAACTPRIN • pourcentage d'administrateurs-actionnaires ACTADM (*)	Pas de différence significative.
Degré de contrôle : • pourcentage d'administrateurs externes ayant un nombre de mandats supérieur à 5 MANSUP5	Différence significative au seuil de 5 % (t = 1,9966)

(*) Sur l'échantillon de 25 entreprises ayant un Q de Tobin inférieur à 1, les actionnaires principaux ne siègent pas au conseil d'administration dans seulement deux firmes ayant un pourcentage d'actionnaires administrateurs suffisant pour les classer parmi celles « contrôlées ». Autrement dit, il n'y a discordance entre ces deux critères que pour deux firmes. Pour les firmes dont le Q de Tobin est supérieur à 1, le rapport est de 5 sur 43.

Tableau 2 – *Tests de rang sur la variable endettement pour les firmes ayant un Q de Tobin inférieur à 1*

Variabes scindant les firmes en deux sous-groupes	Variable testée	Résultat	Commentaires
MANSUP5	Endettement	t = 1,784. Différence significative au seuil de 10 %	Les firmes sous-performantes moins contrôlées seraient plus endettées. Ce test infirme l'hypothèse 4.
ACTADM ou CAACTPRIN	Endettement	t = 1,45	Pas de différence significative

Il existe bien pour les firmes sous-performantes une relation entre l'intensité du contrôle exercé par les actionnaires (mesuré par MANSUP5) et les décisions de financement. Mais, elle a un sens opposé à celui suggéré par M.C. Jensen [1986].

Le même test a été réalisé pour les firmes performantes. Aucune différence significative n'a été identifiée. Pour ces dernières, l'hypothèse 3 est donc infirmée.

Conclusion

Les tests effectués permettent d'aboutir à trois conclusions dont la portée doit être relativisée en raison de la valeur statistique du test (parfois significative au seuil de 10 % seulement) et de la faible taille de l'échantillon.

Premièrement, les tests ont mis en évidence une relation négative entre le degré de valorisation boursière et le contrôle exercé par les actionnaires, appréhendé par le pourcentage d'administrateurs externes ayant un nombre de mandats élevé. Une performance économique médiocre conduirait à un conseil d'administration plus « vigilant ».

Deuxièmement, une relation négative entre le contrôle interne et l'endettement a été identifiée. Autrement dit, il existerait un effet de substitution plutôt que de complémentarité entre les systèmes de contrôle internes (contrôle par les actionnaires) et externes (contrôle par les créanciers financiers).

Enfin et troisièmement, le modèle de M.C. Jensen paraît infirmé à double titre. En premier lieu, les décisions financières ne sont pas statistiquement différentes selon le degré de valorisation boursière. En second lieu, il semblerait que l'endettement soit une « variable » manipulée par les dirigeants plutôt qu'une variable de contrôle. Cette interprétation serait conforme au résultat du deuxième test portant uniquement sur les firmes sous-performantes parmi lesquelles les moins contrôlées seraient davantage endettées. Par ailleurs, la relation entre le « contrôle interne » et les décisions financières diffère selon le niveau de performance économique.

Bibliographie

Agrawal A., Knoeber C.R. [1996], « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Sharehol-

ders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, p. 377-397.

Bessis J. [1987], « Les déterminants réels du risque financier », *Finance*, vol. 8, n° 1, p. 2-53.

Castanias R.P., Helfat CE. [1992], « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 153-184.

Charreaux G., Pitol-Belin J.P. [1990], *Le conseil d'administration*, Vuibert.

Demsetz H. [1995], *The Economics of Business Firm - Seven Critical Commentaries*, traduction française, *L'économie de la firme*, [1998], Management et Société.

Fama E.F., Jensen M.C., « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Laws and Economics*, vol. 26, p. 327-349.

Godard L. [1996], « Conseil d'administration, stratégie et performance financière », *13èmes journées nationales des IAE*, Tome 1, p. 158-174.

Harris M., Raviv A. [1991], « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, p. 297-352.

Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.

Jensen M.C. [1986], « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.

Lang L.H., Stulz R.M., Walkling R.A. [1989], « Managerial Performance, Tobin's Q and the Gains from Successful Tenders Offers », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 137-154.

McLaughlin R., Safieddine A., Vasudevan G.K. [1996], « The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers : Free Cash Flow and Post-Issue Performance », *Financial Management*, vol. 25, n° 4, p. 41-53

Mc Cormick R., Mitchell M.L. [1993], « Managerial Discretion Making and Capital Structure », *Journal of Business*, vol. 66, n° 2, p. 189-217

Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. [1990], « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 45, p. 31-48.

Myers S.C. [1990], « Still Searching for Optimal Capital Structure », in R. Kopcke et E. Rosenberg (Eds), *Are the Distinctions between Debt and Equity disappearing?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 33.

Perfect S.B., Wiles K.W. [1994], « Alternative Constructions of Tobin's Q : An Empirical Comparison », *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, p. 313-341.

Shleifer A., Vishny R.W. [1989], « Managerial Entrenchment : the Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, n° 25, p. 123-139.

Weisbach M.S. [1988], « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 431-460.