

L'impact de l'affectation du *free cash flow* sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées

Thierry POULAIN-REHM*

Université de Bordeaux 4

Classification JEL : G320

Correspondance :

Université Montesquieu-Bordeaux IV

Centre de Recherche sur l'Entreprise Familiale et Financière

Avenue Léon Duguit-33608 Pessac Cedex

Tél. : 05.56.84.29.86

Email : tpr@u-bordeaux4.fr

Résumé : Selon la théorie du *free cash flow*, l'endettement, tout comme la distribution de dividendes, en réduisant le *free cash flow*, permettraient de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, et contribueraient à la création de valeur actionnariale. Cette théorie est infirmée par cette recherche selon laquelle l'affectation du *free cash flow* au service du remboursement de la dette exerce une influence négative, statistiquement significative, sur la richesse des actionnaires. Dans le même temps, l'impact d'un réinvestissement des fonds discrétionnaires sous forme de distribution de dividendes n'est pas décelable.

Mots clés : *free cash flow* – coûts d'agence – endettement – distribution de dividendes – valeur actionnariale.

Abstract : Theory states that managers of low growth/high free cash flow firms engage in non-value-maximizing activities. Jensen (1986) argues debt, like dividends, mitigate the non-value-maximizing activities by reducing the level of free cash flow and hence contribute to shareholder value. However, this research shows that the payout of cash flow in excess, either in the form of debt service, or in the form of dividends, has no positive influence on shareholder value. These conclusions would thus infirm the implications of Jensen's hypothesis.

Key words : free cash flow – agency costs – debt – dividends – shareholder value.

* L'auteur adresse ses plus vifs remerciements aux rapporteurs pour leurs remarques et suggestions.

Il est tentant de voir dans l'affirmation répétée de l'objectif de création de valeur un simple truisme ou, pire, la conséquence d'un effet de mode. Pourtant, l'analyse des déterminants de la création de valeur occupe toujours une large place dans la littérature et offre encore de nombreuses perspectives d'investigation empirique.

La problématique de la création de valeur n'est certes pas nouvelle. Elle a pris un relief particulier avec l'avènement du capitalisme managérial et la dissociation des fonctions de propriétaires et de dirigeants. Dans le prolongement de la théorie des droits de propriété, qui postule que les droits de propriété ne sont efficaces qu'à la condition d'être exclusifs (Alchian et Demsetz, 1972), ce sont les travaux de Jensen et Meckling (1976) qui se sont intéressés à cette problématique et ont donné naissance à la théorie de l'agence : la multiplicité des agents participant à la vie de l'organisation implique l'apparition de conflits d'intérêts, de divergences de vues et d'actions, les dirigeants ne recherchant pas nécessairement la maximisation de la valeur pour les actionnaires, dans la mesure où ils possèdent des fonctions d'utilité différentes (Ross, 1973 ; Brealey et Myers, 2002). Récurrente, la problématique des relations d'agence reçoit depuis la fin des années 1980 un éclairage nouveau, qui permet d'enrichir et de renouveler l'analyse de la création de valeur, avec la théorie du *free cash flow* développée par Jensen (1986).

Le *free cash flow*¹ peut se définir comme le *cash flow* en excès qui reste disponible dans une firme une fois que tous les projets à valeur actuelle nette positive ont été financés, selon Jensen². Il est généralement opérationnalisé sous la forme du revenu opérationnel avant prélèvement des amortissements, des charges d'intérêt et des impôts et taxes. La théorie affirme que les dirigeants des entreprises à niveau de croissance faible et dégageant des fonds discrétionnaires substantiels sont supposés investir dans des activités qui ne tendent pas vers la maximisation de la richesse des actionnaires. Face à ce risque, l'endettement, tout comme la distribution de dividendes ou le rachat d'actions, sont vus comme des moyens permettant de limiter le pouvoir discrétionnaire des dirigeants en réduisant le niveau de *free cash flow* à leur disposition. La relation théorique ainsi postulée appelle la vérification d'une relation empirique encore faiblement explorée entre le mode

¹ Appelé aussi *cash* en excès ou fonds discrétionnaires.

² Sur la théorie du *free cash flow*, voir aussi Jensen (1989).

de réinvestissement des fonds discrétionnaires (et son intensité), d'une part, et la création de valeur actionnariale, d'autre part, la problématique posée étant plus précisément de vérifier l'impact positif d'un réinvestissement du *free cash flow* sous forme d'endettement et de distribution de dividendes sur la création de valeur actionnariale en présence de faibles opportunités d'investissement.

L'étude proposée présente plusieurs originalités. Premièrement, alors que la plupart des travaux sont conduits sur un terrain d'investigation anglo-saxon, la recherche s'intéresse à un échantillon d'entreprises françaises cotées. Deuxièmement, tandis que nombre de protocoles d'investigation empirique appréhendent la création de valeur sur le court terme, à partir des rentabilités anormales constatées, le travail proposé s'intéresse à la valeur boursière ajoutée à l'ensemble des fonds engagés par les investisseurs. Troisièmement, alors que les études centrent en général l'analyse sur un seul mode d'affectation des fonds excédentaires, celle-ci explore l'impact simultané et comparé de l'endettement, voie privilégiée par Jensen, et de la distribution de dividendes.

La présentation du cadre théorique permettra tout d'abord d'énoncer les hypothèses de l'étude (1.). La méthodologie mise en œuvre sera ensuite précisée (2.), avant que les résultats empiriques ne soient exposés (3.).

1. Réinvestissement du *free cash flow* et création de valeur : cadre théorique et empirique

La littérature théorique et empirique postule, majoritairement, que l'endettement et la distribution de dividendes constituent, en présence de faibles opportunités d'investissement, un mode d'allocation des fonds discrétionnaires source de création de valeur. C'est sur cette base qu'ont été posées les hypothèses de la recherche.

1.1. Une convergence de la littérature théorique et empirique en faveur de l'hypothèse de free cash flow

1.1.1. L'hypothèse de free cash flow

L'affectation du *free cash flow* est au cœur de la problématique des relations d'agence et de la création de valeur actionnariale. La théorie

avancée par Jensen postule qu'il existe une source de conflits entre les actionnaires et les dirigeants liée à la présence de *free cash flows* élevés dans les firmes à faibles opportunités de croissance. Le risque est celui d'une gestion inefficace de cette ressource, qui prend en particulier la forme du surinvestissement et entraîne une destruction de valeur pour les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Le *cash* en excès incite les managers à accroître la taille de leur firme au-delà du niveau optimal pour plusieurs raisons : d'une part, cela leur permet d'augmenter les ressources sous leur contrôle et, par répercussion, d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire et leur prestige (Mueller, 1969 ; Charreaux, 1997 ; Paquerot, 1997) ; d'autre part, cela leur permet d'accroître le niveau de leur rémunération personnelle, dans la mesure où les hausses de rémunération sont liées à celles du chiffre d'affaires et à la croissance de l'entreprise (Murphy, 1985 ; Schmidt et Fowler, 1990 ; Lambert et al., 1991). Autant d'actions qui peuvent venir diminuer la valeur globale de la firme, alors que l'objectif de maximisation de la valeur impliquerait au contraire une distribution des fonds discrétionnaires aux actionnaires.

Face à ce risque, Jensen souligne le rôle majeur de l'endettement pour réduire le *cash* en excès. Des distributions externes permettent certes de réduire la présence de ces fonds, tout comme le rachat d'actions, qui entraîne une amélioration des prévisions de bénéfices par action, de manière significative dans les deux cas, ce qui est cohérent avec l'hypothèse de *free cash flow*, dans la mesure où cela limite, de fait, l'investissement dans des projets destructeurs de valeur. Mais la discipline exercée par l'endettement est plus efficace, selon Jensen. Elle contraint les managers à affecter cette ressource au service de son remboursement, sous peine de voir la société placée en règlement judiciaire, ce qui réduit leur propension à investir dans des projets destructeurs de valeur. Cet effet disciplinaire, qui peut venir se substituer à celui exercé par la distribution de dividendes, précise Jensen, prend tout son sens dans les entreprises disposant de niveaux de *free cash flows* substantiels et présentant de faibles opportunités de croissance ou, *a fortiori*, dans les firmes en phase de déclin. Sans nier l'existence des coûts de faillite liés à une augmentation de l'endettement, Jensen note qu'il existe un ratio d'endettement optimal qui maximise la valeur de la firme, au point d'équilibre où coût marginal et bénéfice marginal de la dette se compensent.

1.1.2. Revue des études empiriques

Les recherches empiriques tendent plutôt à confirmer l'hypothèse de *free cash flow*, avec des nuances plus ou moins affirmées selon qu'elles centrent l'analyse sur les politiques de restructuration financière et d'endettement, de dividendes, de rachats d'actions ou bien encore, d'investissement.

La création de valeur engendrée par les politiques de restructuration financière reposant sur l'endettement peut s'interpréter, selon plusieurs auteurs, à la lumière de l'hypothèse de *free cash flow*. Griffin (1988) constate que les dépenses d'investissement du secteur pétrolier engagées au début des années 1980 apparaissent non seulement comme la conséquence de la réduction du *cash flow* liée aux restructurations d'entreprises, mais aussi comme celle de la profitabilité anticipée des investissements, compte tenu d'un coût du capital donné, ce qui tend à valider, au moins partiellement, le modèle de *free cash flow*. Pour leur part, Lehn et Poulsen (1989), en s'intéressant aux opérations de type « *leveraged buyouts* » ou « *management buyouts* », qui se caractérisent par un recours substantiel à l'endettement, constatent que la relation positive entre le niveau de fonds discrétionnaires et le prix payé aux actionnaires est statistiquement significative, ce qui confirme qu'une source importante de gains pour les actionnaires dans ces opérations réside dans la réduction des problèmes d'agence associés au *free cash flow*. Dans un esprit voisin, Gupta et Rosenthal (1991) constatent que le niveau de *cash* en excès des firmes ayant connu des opérations de « *leveraged recapitalization* », voisines des « *leveraged buyout* », explique le niveau des primes payées aux actionnaires, ce qui confirme le rôle de la dette dans la résolution des conflits d'agence liés au *free cash flow*. Toutefois, d'autres, à l'instar de Graham et Harvey (2001), suggèrent que les coûts d'agence liés au *cash* en excès ne constituent pas une préoccupation majeure des hauts dirigeants lorsqu'il s'agit de déterminer un niveau optimal d'endettement. La dette ne constituerait pas, selon eux, un moyen efficace de discipliner le management dans la perspective défendue par Jensen.

S'agissant des politiques de dividendes, même si certaines recherches constatent que ce sont les firmes les moins exposées au risque de *free cash flow* qui présentent le taux de distribution de dividendes le plus élevé (Gaver et Gaver, 1993), les études soulignent en général une association entre une augmentation des taux de distribution et une réac-

tion positive du prix des actions³. Une étude, conduite par Lang et Litzenberger (1989), montre que le versement aux actionnaires dans les entreprises qui ont tendance à surinvestir (et considérées comme telles dans la mesure où elles présentent un Q de Tobin inférieur à l'unité) est perçu plus favorablement que celui observé au sein des entreprises qui sont dans le cas inverse. Vogt et Vu (2000), pour leur part, observent que les firmes dégagant des fonds discrétionnaires significatifs, combinés avec des dépenses d'investissement passées importantes, présentent des rentabilités en excès faibles, alors qu'inversement, les firmes ayant procédé à des distributions de dividendes élevées ou ayant procédé à des rachats d'actions massifs présentent des rentabilités en excès plus élevées. Lie (2000), enfin, constate, sur un échantillon de firmes à forte distribution de dividendes, que le marché financier tend à réagir positivement à l'annonce de distribution de *cash*, et que cette réaction est plus forte pour les firmes à faibles Q de Tobin et niveaux de *cash* importants.

Pour ce qui est précisément des politiques de rachats d'actions, Gibbs (1993) montre qu'elles s'expliquent de manière égale par les conflits d'agence, le *free cash flow* (et son interaction avec les mécanismes de gouvernance), tout comme par la crainte d'une prise de contrôle. Choi et Park (1997), pour leur part, montrent que les effets des annonces de rachats d'actions sur la valeur sont positivement reliés à l'importance des fonds discrétionnaires préalablement à ces opérations, ce qui confirme qu'il s'agit là d'un moyen de réduire le *cash* en excès et que cette réduction est source de création de valeur. Nohel et Tarhan (1998) notent, en ce qui les concerne, que la performance d'exploitation des firmes suivant les offres de rachats d'actions s'améliore uniquement dans les firmes à faible croissance, ce qui suggère que les rachats d'actions s'inscrivent dans une politique de restructuration globale de nature à réduire les inefficiences liées au *free cash flow*. La littérature la plus récente constate qu'au cours des dernières années les rachats d'actions sont devenus la méthode privilégiée de distribution de *cash* aux actionnaires (Fama et French, 2000 ; Grullon et Michaely, 2001).

Enfin, s'agissant des décisions d'investissement, des études montrent que l'augmentation des dépenses en capital est négativement re-

³ Pour une revue de la littérature sur politique de dividendes et théorie du *free cash flow*, cf. Calvi-Reveyron (1998).

liée au prix des actions des firmes à faibles opportunités d'investissement, alors que le surinvestissement du *cash* en excès semble être un phénomène répandu aux États-Unis (Richardson, 2002). Lang et al. (1989) observent que la rentabilité des actions constatée à l'occasion de fusions-acquisitions est plus élevée lorsque sont impliquées dans l'opération une entreprise initiatrice présentant un Q de Tobin élevé et une entreprise cible présentant un Q de Tobin faible. Szewczyk et al. (1996) constatent, quant à eux, bien qu'aucune différence dans les taux de rentabilité anormaux ne soit perceptible en fonction des niveaux de fonds discrétionnaires, que les rentabilités anormales positives apparaissent positivement reliés au pourcentage d'augmentation des dépenses de recherche-développement, au ratio d'endettement financier et à la propriété institutionnelle, ce qui semble ouvrir la voie à une interprétation large de l'hypothèse de Jensen. Vogt (1997), enfin, souligne que les rentabilités anormales enregistrées à l'occasion de l'annonce de dépenses d'investissement sont négativement reliées à la capacité des entreprises à couvrir avec le *cash flow* les dépenses annoncées, les firmes à fonds discrétionnaires élevés présentant en outre des rentabilités anormales plus faibles que les firmes se trouvant dans la situation inverse.

1.2. Hypothèses de la recherche : l'impact positif sur la création de valeur actionnariale de l'affectation du *free cash flow* à la dette et aux dividendes

L'hypothèse générale de cette recherche est que le mode et l'intensité du réinvestissement du *free cash flow* affectent la création de valeur actionnariale de l'entreprise.

De manière cohérente avec les développements théoriques précédents, il est possible de poser, en premier lieu, l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : L'affectation du *free cash flow* au service du remboursement de la dette affecte positivement le niveau de création de valeur actionnariale des entreprises françaises cotées.

Cette hypothèse est cohérente avec les développements fondamentaux de la théorie de l'agence, qui postule que l'émission de dettes constitue l'un des modes de résolution des conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Selon Jensen et Meckling (1976), en effet, un dirigeant qui émet de la dette a une incitation beaucoup plus

forte au travail et à ne pas consommer sur place au détriment des actionnaires : il est astreint à une discipline plus stricte et doit, en particulier, faire face aux échéances imposées par le service de l'emprunt, tant au niveau de son remboursement en capital que du paiement de ses intérêts.

D'un autre point de vue, il semble opportun de ne pas négliger le rôle joué par la distribution de dividendes⁴ dans l'affectation des fonds discrétionnaires et d'apprécier son impact sur la création de valeur actionnariale.

À cet égard, dans le même esprit que précédemment, l'hypothèse suivante peut aussi être posée :

Hypothèse 2 : L'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes affecte positivement le niveau de création de valeur actionnariale des entreprises françaises cotées.

Cette hypothèse rejoint les prescriptions traditionnelles de la théorie de l'agence, qui explique que la politique de dividendes est un instrument de résolution des conflits d'agence dirigeants/actionnaires. Selon Rozeff (1982) et Easterbrook (1984), le versement de dividendes se justifie par les coûts d'agence entre dirigeants et actionnaires. Le paiement de dividendes élevés, en rendant les flux financiers internes insuffisants pour couvrir les besoins d'investissement, contraindrait en effet les managers à recourir à des financements externes pour satisfaire la mise en œuvre d'une politique d'investissement donnée et ainsi à se soumettre à la discipline du marché financier. Les dividendes représentent ainsi un mécanisme implicite pour contrôler les actions des dirigeants.

Relativement aux deux hypothèses posées sur l'influence de l'affectation du *free cash flow* au remboursement de la dette et à la distribution de dividendes, il convient de rajouter que la création de valeur actionnariale est, selon la théorie, directement influencée par plusieurs catégories de variables explicatives, dans la mesure où elle est le résultat d'une stratégie cohérente combinant différents leviers d'action supposés satisfaire directement ou indirectement les intérêts des actionnaires.

⁴ Une troisième hypothèse, relative au rachat d'actions, avait été initialement posée. Malheureusement, l'absence de sources d'informations publiques (après vérification et demande formulée auprès de l'Autorité des marchés financiers) sur les montants de rachats d'actions opérés par les sociétés françaises cotées a contrarié les projets d'investigation empirique de la recherche à ce niveau.

res. Selon Rappaport (1986), la création de valeur s'expliquerait, d'une part, par des variables d'exploitation (le taux de croissance du chiffre d'affaires, le taux de marge d'exploitation, le taux d'imposition), d'autre part, par des variables d'investissement (les investissements en immobilisations et en besoin en fonds de roulement), et, enfin, par une variable de financement (le coût du capital). D'après Copeland et *al.* (1991), la création de valeur serait déterminée par la rentabilité des nouveaux investissements, le résultat net d'exploitation, le taux de réinvestissement du résultat net d'exploitation, le taux d'imposition, la durée des avantages concurrentiels et le coût du capital.

Les variables retenues dans cette recherche et reliées aux hypothèses 1 et 2 correspondent partiellement à celles présentées à l'instant. Une variable financière semble essentielle pour l'analyse de la création de valeur, en l'occurrence une variable d'investissement, les investissements en immobilisations corporelles⁵. Au-delà, l'incidence de la structure de l'actionnariat est également prise en compte car, là encore, il importe d'évaluer l'influence de la nature du contrôle exercé sur la performance financière. De nombreuses études, en effet, ont montré que la structure de propriété est étroitement liée aux coûts d'agence d'une firme (Morck et *al.*, 1988 ; Ang et *al.*, 2000 ; Lins, 2000 ; Mitton, 2000). Enfin, deux variables économiques et d'exploitation ont été intégrées pour évaluer la cohérence des indicateurs de performance économique avec les indicateurs de création de valeur actionnariale : le niveau d'activité et le niveau de marge des entreprises, conformément aux prescriptions de Rappaport (1986) et de Copeland et *al.* (1991)⁶.

⁵ Seules les immobilisations corporelles sont prises en compte ici pour des raisons de disponibilité des données dans les bases exploitées.

⁶ D'autres variables, reflétant les pratiques de gouvernance d'entreprise, auraient certes pu être opportunément intégrées dans l'étude, mais elles auraient nécessité le déploiement de méthodes de collecte de données plus ambitieuses, notamment qualitatives. D'autres variables encore, comme la rentabilité économique et le risque d'exploitation, avaient été initialement intégrées dans les équations de régression. Ces variables ont toutefois été retirées de l'analyse dans la mesure où leur présence entraînait des problèmes de colinéarité (mesurée par les indicateurs *Variance Inflation Index* - VIF) avec les autres variables dans les régressions mises en œuvre.

2. Méthodologie : une analyse explicative des effets du réinvestissement du *free cash flow*

La méthodologie développée consiste à mesurer l'influence de l'affectation du *free cash flow* au remboursement de la dette, d'une part, et à la distribution de dividendes, d'autre part, sur la création de valeur actionnariale, grâce à un échantillon de 138 entreprises françaises cotées, sur une période d'investigation de cinq ans, de 1997 à 2001, à partir de variables opérationnalisées sur la base de valeurs comptables et/ou de marché. Une méthodologie statistique explicative, reposant sur des analyses de régression, et distinguant entreprises à faibles opportunités et à fortes opportunités de croissance, a été mise en œuvre à cette fin.

2.1. Un échantillon d'entreprises françaises cotées

L'échantillonnage s'est appuyé, dans un premier temps, sur l'ensemble des entreprises françaises cotées sur Euronext au 31 décembre 2001, sur le Premier, le Second et le Nouveau marchés.

Ont été ensuite éliminées :

– les sociétés n'ayant pas fait l'objet d'une cotation permanente sur les cinq années retenues comme champ temporel d'investigation de l'analyse empirique, soit de 1997 à 2001 (entreprises introduites en bourse ou, à l'inverse, radiées de la cote en cours de période ; entreprises en situation de cessation de paiement ou placées en redressement judiciaire) ;

– les banques, établissements de crédit, sociétés de financement, compagnies d'assurances, sociétés de portefeuille et sociétés immobilières, compte tenu de leurs caractéristiques financières spécifiques.

L'étape de sélection suivante a consisté à retirer de l'échantillon les firmes pour lesquelles le montant de *free cash flow*⁷, de remboursement de la dette ou de distribution de dividendes était indisponible dans les différentes bases de données utilisées sur la période d'investigation.

Enfin, il convient de préciser qu'en dehors de la persistance de données manquantes résiduelles, les sociétés pour lesquelles le *free cash flow* était négatif sur la période d'étude ont été éliminées, puisque Jensen souligne que les problèmes liés à la présence de fonds discrétion-

⁷ Cf. *infra* pour l'exposé du mode de calcul du *free cash flow*.

naires se posent lorsque ceux-ci sont substantiels. Et pour ce qui est des tests concernant l'affectation des *free cash flows* à la distribution de dividendes, ont été retirées, le cas échéant, les firmes ayant réalisé un résultat net négatif sur la période considérée afin de ne pas biaiser l'analyse.

Ces différentes restrictions ont permis d'aboutir à un échantillon final de 138 sociétés.

Les données comptables, de nature consolidée, de même que les données boursières, ont été collectées à partir d'une pluralité de sources d'informations. C'est ainsi qu'ont été sollicitées des bases de données financières comme Diane et OSIRIS (BVDEP), ou encore l'Atlas des groupes et des liens financiers (SCRL), de même que les différentes éditions des guides des sociétés françaises cotées à Paris Cofisem (*La Vie Française*, puis *Le Revenu*).

2.2. Les difficultés d'opérationnalisation des variables

2.2.1. La variable explicative centrale : le free cash flow et son affectation

La littérature diverge sur la façon de mesurer le *free cash flow* tel que défini par Jensen (Lang et al., 1991). Il fait l'objet de mesures diverses dans les études empiriques⁸. Alors que certains auteurs le définissent comme le revenu opérationnel avant les amortissements, les charges d'intérêt et les impôts et taxes, divisé par la valeur comptable de l'actif total pour tenir compte des effets liés à la taille (Lang et al., 1991), d'autres auteurs retiennent une conception différente, qui consiste à retrancher des *cash flows* les charges d'intérêts, voire même les dividendes versés. Lehn et Poulsen (1989) déterminent le montant du *cash flow* libre en retranchant du revenu opérationnel avant dépréciations le montant total des impôts, compte tenu des variations des impôts différés sur l'année, les intérêts bruts versés sur la dette de court et de long termes, le montant total de dividendes versés sur les actions ordinaires et de dividendes préférentiels. Gul et Tsui (1998), pour leur part, le définissent comme le revenu opérationnel avant dépréciation, diminué du montant total des impôts, des intérêts bruts dépensés sur la dette de court et de long termes, des dividendes ordinaires

⁸ Cf., par exemple, Lehn et Poulsen (1989), Lang et al. (1991), Agrawal et Jayaraman (1994), Gul et Tsui (1998), Jaggi et Gul (1999).

et préférentiels, normalisés, d'une part, par la valeur comptable totale des actions, d'autre part, par le total des actifs de l'année précédente. Il n'en demeure pas moins que ces différentes mesures ne procurent pas en elles-mêmes une mesure de la disponibilité des projets à valeur actuelle nette positive. C'est par combinaison avec un niveau de croissance faible qu'elles suggèrent l'existence de *cash flow* en excès de ce qui est requis pour le financement de projets à valeur actuelle nette positive.

Assez proche dans son esprit de la conception défendue par Jensen, le *free cash flow* retenu dans cette étude est issu de la base de données OSIRIS, qui le calcule de la manière suivante :

Bénéfices avant charges d'intérêt, impôts, amortissements et provisions⁹

- taxes (y compris variation des taxes différées sur l'exercice)
- investissements bruts
- investissement en survaleur
- = *free cash flow*

Ce mode de calcul n'est certes pas exempt de critiques. Il déduit du *cash flow* le montant des investissements réalisés par les entreprises, l'hypothèse étant faite que ces derniers présentent tous une valeur actuelle nette positive, ce qui est évidemment simplificateur. Il a malgré tout été mis en œuvre, car ce qui importe ici est d'apprécier la nature de l'affectation des fonds discrétionnaires, plus que leur montant en valeur absolue. À cette fin, sont prises en compte deux variables indépendantes, conformément aux hypothèses posées :

- s'agissant de l'affectation au service de la dette : est rapporté au montant de *free cash flow* global (sur la période 1997-2001), le remboursement en capital de la dette financière totale (moyen et long terme, mais aussi court terme) ainsi que les charges d'intérêt (sur la période 1997-2001) ;

- s'agissant de l'affectation sous forme de distribution de dividendes : est rapporté au montant de *free cash flow* global (sur la période 1997-2001), le versement total de dividendes effectué (sur la période 1997-2001).

⁹ Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA).

2.2.2. Les variables d'investissement et de financement

Les investissements ont été appréhendés au travers des dépenses en immobilisations corporelles rapportées au chiffre d'affaires HT, en moyenne, sur la période 1997-2001.

Il convient de préciser que des variables de financement spécifiques, comme par exemple un ratio dettes financières/capitaux propres, n'ont pas été introduites dans l'analyse, dans la mesure où l'un des deux modes alternatifs d'affectation des fonds discrétionnaires retenus dans l'étude, l'endettement, est, à lui seul, représentatif de la politique de financement des entreprises (variable qui, comme cela a été indiqué à l'instant, prend la forme du ratio remboursement dettes financières en capital+charges financières/*free cash flow*).

2.2.3. Les opportunités de croissance

La théorie de Jensen impose d'intégrer à part entière la variable « opportunités de croissance » dans l'analyse empirique. L'efficacité des instruments disciplinaires qu'elle propose de mettre en œuvre est contingente à la situation particulière de chaque firme. Comme indiqué plus haut, la dette ou, à défaut, la distribution de dividendes, ne sont efficaces que dans les firmes dégageant des *free cash flows* substantiels et disposant de faibles opportunités de croissance.

La mesure des opportunités de croissance, non observables par définition, fait l'objet de débats dans la littérature, qui propose différentes mesures alternatives¹⁰. Myers (1984) estime que l'excès de la valeur totale de la firme sur la valeur des actifs en place en constitue une bonne approximation. Une façon d'appréhender les opportunités de croissance consiste ainsi à les considérer au regard de la création de valeur perçue par le marché, la valeur des titres étant supposée refléter les anticipations du marché sur la capacité des firmes à créer de la valeur, à la condition évidemment que l'hypothèse d'efficience des marchés soit respectée. De la sorte, le Q de Tobin, qui rapporte la valeur de marché d'une firme à la valeur de remplacement de ses actifs, est fréquemment utilisé (Lang et Litzenberger, 1989). Un Q supérieur à l'unité montrerait qu'une firme a des opportunités d'investissement

¹⁰ Cf., par exemple, Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993), Skinner (1993), mais aussi Gul et Tsui (1998) pour une application à la problématique du *free cash flow*.

rentables, et inversement. La détermination de la valeur de marché de la dette et de la valeur de remplacement de l'actif supposant la détention d'informations spécifiques, c'est le plus souvent une de ses approximations qui est utilisée, un ratio rapportant la valeur de marché de la firme à la valeur comptable des actifs (Smith et Watts, 1992 ; Bizjack et *al.*, 1993) ou le ratio rapportant la valeur de marché des actions à leur valeur comptable (Lewellen et *al.*, 1987). Toutefois, ce n'est pas la voie qui a été retenue dans cette étude, compte tenu des risques évidents de très forte corrélation entre cette mesure et la variable dépendante, toutes deux intégrant une mesure de la valeur de marché de l'entreprise. D'autres études retiennent la progression du chiffre d'affaires (Jensen et *al.*, 1992 ; Agrawal et Jayaraman, 1994 ; Johnson, 1995), la variabilité des profits ou du taux de rentabilité des actifs (Gaver et Gaver, 1993 ; Smith et Watts, 1992). Là encore, cette voie d'opérationnalisation n'a pas été retenue ici, dans la mesure où le chiffre d'affaires d'une entreprise peut s'accroître sans que celle-ci ne procède nécessairement à de nouveaux investissements (au cas où elle fonctionne en surcapacité notamment), dans la mesure aussi où d'autres variables déterminantes de la création de valeur, prises en compte simultanément dans l'étude, impliquent des mesures proches voire identiques. D'autres mesures incluent le niveau d'intensité de recherche et développement, en considérant que les opportunités d'investissement sont liées aux dépenses en recherche et développement, ces dernières pouvant alors en constituer une mesure approximative (Crutchley et Hansen, 1989 ; Jensen et *al.*, 1992 ; Bizjack et *al.*, 1993 ; Gaver et Gaver, 1993). C'est la voie qui est finalement retenue dans cette étude. En conséquence, c'est le niveau moyen, sur la période 1997-2001, de l'actif incorporel rapporté au total de l'actif qui a été utilisé ici comme approximation des opportunités d'investissement. Cette mesure est imparfaite : outre le fait qu'une entreprise peut réaliser des dépenses importantes en R&D sans pour autant réaliser des projets rentables, une critique majeure concerne les modalités d'enregistrement comptable des actifs incorporels, des entreprises qui effectuent des dépenses de recherche et développement pouvant présenter des structures de bilan différentes selon l'activation ou non de ce type de dépenses. Ainsi, le niveau moyen des actifs incorporels ne reflète qu'imparfaitement le niveau d'intensité des dépenses de R&D. Toutefois, l'indisponibilité de mesures alternatives a contraint le choix en faveur de cette mesure. Ses insuffisances devront rendre plus

vigilantes les interprétations des résultats portant sur la comparaison entre firmes à faibles et firmes à fortes opportunités de croissance.

2.2.4. *Les variables économiques*

Les niveaux d'activité et de marge des entreprises ont été choisis conformément aux recommandations de Rappaport (1986) et de Copeland et *al.* (1991). Ces variables ont été opérationnalisées au travers d'indicateurs comptables : respectivement la croissance du chiffre d'affaires sur la période 1997-2001 et la marge brute d'exploitation, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation au chiffre d'affaires (niveau moyen sur la période 1997-2001).

2.2.5. *La structure d'actionnariat*

La variable « structure d'actionnariat » vise à déterminer l'influence de la qualité des actionnaires sur la création de valeur. De ce point de vue, les entreprises de l'échantillon ont été classées en deux catégories, les patrimoniales et les familiales, d'un côté, les managériales et les contrôlées de l'autre.

Pour définir la catégorie des entreprises patrimoniales et familiales, un critère quantitatif reposant sur deux niveaux de seuils a été retenu :

- mobilisant un seuil généralement considéré comme celui à partir duquel l'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée¹¹, a été considérée, dans une perspective opérationnelle, comme entreprise patrimoniale et familiale toute entreprise dont 20 % au moins du capital sont contrôlés directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes physiques, appartenant à une même famille ou non ;

- par exception, a également été considérée comme patrimoniale et familiale toute firme dont 10 % du capital au moins sont contrôlés directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes physiques, appartenant à une même famille ou non, à la condition que cet actionnariat patrimonial et familial soit majoritaire, en relatif.

¹¹ Voir, par exemple, l'article L233-16 du code de commerce : « *L'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée lorsqu'une société dispose, directement ou indirectement, d'une fraction au moins égale au cinquième des droits de vote de cette entreprise* ».

Les entreprises ne remplissant pas ces conditions ont été considérées comme managériales ou contrôlées. Les critères quantitatifs de détermination du capital souffrent évidemment de plusieurs limites, la première d'entre elles concernant la relativité de la notion de contrôle du capital, la deuxième portant sur l'absence de prise en compte de facteurs qualitatifs, comme, par exemple, l'exercice de fonctions de dirigeants par les actionnaires ou l'intention de transmission à la génération suivante. En l'absence de critères alternatifs fiables, ces critères ont malgré tout été mis en œuvre.

2.2.6. La taille et le secteur d'activité

La prise en compte des effets « taille » et « secteur d'activité » s'impose lorsqu'on cherche à avoir une vision comparative de la performance financière des entreprises. L'intégration de la variable « taille », en particulier, s'avère essentielle. En effet, une taille réduite peut se traduire par un contrôle plus important des actionnaires. Les entreprises de faible taille, y compris celles qui présentent des niveaux de *free cash flow* élevés, sont supposées présenter des problèmes d'agence moins importants que les autres, dans la mesure où le contrôle de l'action des dirigeants apparaît plus aisé. La variable « taille » a été opérationnalisée par le logarithme du total des actifs (valeur moyenne sur la période 1997-2001). S'agissant de la variable « secteur d'activité », il convient de noter que la performance des entreprises doit être évaluée relativement aux concurrents du même secteur, ce qui permet de neutraliser les effets de la conjoncture économique générale. Bien que présentant plusieurs difficultés pratiques – l'évolution dans le temps de la classification sectorielle ou encore le faible nombre d'entreprises dans certains secteurs d'activité rendant difficile toute comparaison –, la prise en compte de cette variable n'en est pas moins apparue nécessaire. Elle a pris la forme d'un regroupement des firmes de l'échantillon en deux catégories, celles appartenant au secteur industriel et celles appartenant au secteur commercial et des services¹².

¹² Le regroupement des entreprises en deux catégories, en fonction de leur secteur d'activité, apparaît simplificateur, mais semble pouvoir se justifier dans la mesure où le secteur d'activité est une simple variable de contrôle.

2.2.7. La variable dépendante : la création de valeur actionnariale

La création de valeur actionnariale a été appréciée de deux façons.

Elle l'a été, tout d'abord, par un indicateur de valeur boursière ajoutée, inspiré de la méthode « *Market Value Added* »¹³ de Stewart (1991), qui mesure la création de richesse accumulée par l'entreprise à partir de l'ensemble des fonds engagés par les investisseurs. C'est une version simplifiée de l'indicateur de valeur boursière ajoutée qui s'est imposée, par rapport à la version défendue par Stewart (1991). Les nombreux retraitements ou ajustements comptables destinés à rendre compte de la totalité des ressources stables considérées par Stewart comme créatrices de richesse n'ont pas été opérés, pour des raisons à la fois de fond et de forme.

Tableau 1 – Présentation synthétique des variables de l'étude

Variables à expliquer : la création de valeur actionnariale	
VBA	Valeur boursière ajoutée : (Valeur de marché des capitaux employés-valeur comptable des capitaux employés)/valeur comptable des capitaux employés (2001) (*)
MARRIS	Ratio de Marris : Valeur boursière des capitaux propres/valeur comptable des capitaux propres (2001)
Variables explicatives et de contrôle	
FCFDE	Affectation du free cash flow au service de la dette (Remboursement dettes financières en capital+charges financières)/free cash flow (1997-2001)
FCFDI	Affectation du free cash flow à la distribution de dividendes Dividendes versés/free cash flow (1997-2001)
INV	Politique d'investissement Investissement en immobilisations corporelles/chiffre d'affaires HT (moyenne 1997-2001)
OPPCROISS	Opportunités de croissance Actif incorporel/actif total (moyenne, 1997-2001)
ACTI	Niveau d'activité Croissance du chiffre d'affaires HT (1997-2001)
MBE	Marge brute d'exploitation Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires HT (moyenne, 1997-2001)
PROP	Variables d'actionnariat, 0=entreprise non patrimoniale et non familiale, 1=entreprise patrimoniale et familiale Entreprise patrimoniale et familiale : détention par une ou plusieurs personnes physiques, unies par des liens familiaux ou non, de plus de 20 % (ou 10 %) du capital (sur la période 1997-2001) ; Entreprise non patrimoniale et non familiale : absence de détention de plus de 20 % (ou 10 %) du capital par une ou plusieurs personnes physiques (sur la période 1997-2001).
TAILLE	Taille Logarithme total des actifs (moyenne, 1997-2001)
SECTEUR	Secteur d'activité 0=industrie, 1=commerce+services

*Valeur de marché des capitaux employés : capitalisation boursière+valeur comptable des autres sources de financement (intérêts minoritaires+provisions pour risques et charges+dettes financières) Valeur comptable des capitaux employés : capitaux propres+intérêts minoritaires+provisions pour risques et charges+dettes financières

¹³ Valeur de marché ajoutée.

Dans la mesure où la recherche n'applique pas strictement le concept MVA aux entreprises françaises, elle y perd sans doute une part de son intérêt, mais y gagne en opérationnalité, puisque la collecte des données nécessitée par les retraitements aurait été rendue plus délicate, tout comme en rigueur scientifique et méthodologique, puisque les comparaisons interentreprises, qui auraient été paradoxalement rendues plus délicates par une approche plus fine de la notion de création de valeur, s'avèrent plus pertinentes. C'est la valeur boursière ajoutée relative en 2001, rapportant la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux employés à la valeur comptable de ces capitaux, qui a été calculée.

La création de valeur actionnariale a ensuite été appréhendée par le ratio de Marris, qui représente une mesure de la création de valeur anticipée. Ce ratio se calcule par le rapport entre la valeur boursière et la valeur comptable des capitaux propres. C'est la valeur observée en 2001 qui a été intégrée à l'étude.

L'idéal aurait certes été d'utiliser plusieurs *proxys* dans l'étude, afin de ne pas écarter les différents choix possibles pour mesurer les variables. Malheureusement, cette ambition s'est très vite heurtée à plusieurs difficultés méthodologiques. Ainsi, il s'est révélé impossible de mettre en œuvre d'autres *proxys* pour l'affectation du FCF sous forme d'endettement et de distribution de dividendes, de même que pour la création de valeur actionnariale, pour des raisons liées à la non-disponibilité de données complémentaires.

2.3. Méthodologie statistique et spécification des modèles : la mise en œuvre de régressions linéaires

Afin de répondre aux exigences explicatives de la méthodologie, ce sont des régressions linéaires qui ont été mises en œuvre. Sur la base des différentes hypothèses formulées, et des variables explicatives et de contrôle afférentes, le modèle (générique) testé a été le suivant.

$$VAB / MARRIS = b_0 + b_1 FCFDE + b_2 FCFDI + b_3 INV + b_4 OPPCROISS + b_5 ACTI + b_6 MBE + b_7 PROP + b_8 TAILLE + b_9 SECTEUR$$

Compte tenu du nombre relativement important de variables explicatives, afin d'identifier les modèles les plus parcimonieux et ayant le pouvoir explicatif le plus élevé, trois types de régression ont été éta-

blis : une régression intégrant l'ensemble des variables (« modèle complet »), une régression « pas à pas » (*stepwise*) et une régression « descendante » (*backward*)¹⁴.

Les différents modèles ont été mis en œuvre, successivement, sur deux sous-échantillons : celui des firmes ayant le niveau d'opportunités de croissance le plus faible (c'est-à-dire strictement inférieur au niveau médian) et celui des entreprises ayant le niveau d'opportunités le plus élevé (c'est-à-dire supérieur ou égal au niveau médian)¹⁵, ce deuxième sous-échantillon jouant le rôle d'échantillon de contrôle¹⁶. Il est certes gênant que la séparation en deux sous-échantillons se fasse sur une seule mesure des opportunités d'investissement. Il aurait été en effet souhaitable de mettre en œuvre plusieurs mesures alternatives et de vérifier l'absence de différence significative dans la composition des sous-échantillons et l'orientation des résultats. Mais les difficultés d'opérationnalisation, précédemment évoquées, ont contrarié ce souhait.

¹⁴ La régression « pas à pas » consiste à « prendre comme première variable explicative celle dont la corrélation avec la variable à expliquer est la plus élevée ; calculer les résidus de cette régression simple ; calculer les régressions simples entre ces résidus et les ($p-1$) variables explicatives restantes et choisir la variable dont la corrélation avec les résidus est la plus élevée ; itérer le processus jusqu'à ce que l'amélioration marginale ne soit plus significative ». La régression « descendante » consiste à « partir de la régression incluant toutes les variables, puis à enlever celle qui diminue le moins le pouvoir explicatif, et ainsi de suite jusqu'à ce que l'écart de pouvoir explicatif soit significatif » (cf. Evrard et al., 2003).

¹⁵ Il aurait été souhaitable de distinguer, d'une part, les entreprises ayant le niveau d'opportunités de croissance le plus faible (1^{er} quartile), d'autre part, celles ayant le niveau d'opportunités de croissance le plus élevé (dernier quartile). Cette restriction aurait malheureusement eu pour conséquence de réduire très significativement le nombre d'entreprises soumises aux tests, compromettant par là-même la mise en œuvre d'une méthodologie de type explicatif. La distinction « en-dessous de la médiane »/« au-dessus de la médiane » s'est par conséquent imposée.

¹⁶ La séparation en échantillon expérimental et échantillon de contrôle s'inspire, sans l'appliquer strictement, de la méthode de l'appariement, qui consiste à constituer deux échantillons, l'un composé des entreprises présentant les caractéristiques faisant l'objet de l'étude, l'autre non, et de comparer les résultats sur chacun de ces sous-échantillons. Des études consacrées à la relation entre le *free cash flow* et la valeur de la firme procèdent ainsi à la constitution de sous-échantillons et à l'analyse comparée des résultats « firmes à haut niveau de *free cash flow*/firmes à faible niveau de *free cash flow* », « firmes à haut niveau d'opportunités de croissance/firmes à faible niveau d'opportunités de croissance » (Gul et Tsui, 1998 ; Nohel et Tarhan, 1998 ; Vogt et Vu, 2000).

3. Résultats empiriques : le rejet de l'hypothèse de *free cash flow* dans le contexte français

La présentation des principales caractéristiques de l'échantillon sera suivie de celle des analyses multivariées relatives à l'impact du mode d'allocation du *free cash flow*, sous forme d'endettement et de distribution de dividendes, sur la création de valeur actionnariale, alternativement sur l'échantillon des entreprises faisant l'objet de l'expérience (à faibles opportunités d'investissement) et des entreprises de contrôle (à fortes opportunités d'investissement). Les résultats font apparaître une infirmation des hypothèses de la recherche.

3.1. Présentation de l'échantillon : une représentativité perfectible mais contrainte

Les 138 sociétés de l'échantillon sont cotées, dans leur majorité, sur le Premier marché (93), mais également sur le Second marché (45). Les sociétés représentées sont, pour l'essentiel, en phase de maturité, avec une existence moyenne d'une soixantaine d'années, l'entreprise la plus récente ayant été créée il y a une dizaine d'années, l'entreprise la plus ancienne ayant, pour sa part, une existence de plus de 180 ans.

Les sociétés composant l'échantillon global appartiennent, à plus des deux-tiers, au secteur industriel, puis au secteur du commerce et à celui des services, de manière sensiblement équivalente (un peu plus de 15 % dans l'un et l'autre cas). Les secteurs les plus représentés sont les industries alimentaires, l'industrie chimique, la fabrication de machines, équipements et appareils électriques, le commerce de détail, les services fournis principalement aux entreprises, mais aussi les activités récréatives et culturelles. Pour leur part, comparativement à l'échantillon global, les entreprises faisant l'objet de l'expérience sur-représentent les firmes industrielles et sous-représentent les entreprises du secteur commercial et des services.

Tableau 2 – Secteurs d'activité des entreprises de l'échantillon

Secteurs d'activité	Échantillon global	%	Échantillon test d'hypothèses	%
Industrie	93	67,4 %	52	81,3 %
Commerce	24	17,4 %	8	12,5 %
Services	21	15,2 %	4	6,3 %
Total	138	100 %	64	100 %

Les entreprises représentent les différentes catégories de taille : plus de 60 % de l'échantillon est constitué de sociétés employant moins de 5 000 salariés, et près de 40 % de l'échantillon de firmes employant plus de 5 000 personnes. L'échantillon des entreprises faisant l'objet de l'expérience, quant à lui, par rapport à l'échantillon global, surreprésente les entreprises de taille plus modeste (75 %) et sous-représente les firmes de taille plus importante (25 %).

Tableau 3 – Taille des entreprises de l'échantillon

Nombre de salariés	Échantillon global	%	Échantillon test d'hypothèses	%
Moins de 1000	32	23,2 %	15	23,4 %
Entre 1000 et 5000	53	38,4 %	33	51,6 %
Entre 5000 et 10000	11	8 %	6	9,4 %
Plus de 10000 salariés	42	30,4 %	10	15,6 %
Total	138	100 %	64	100 %

Le tableau 4 présente quelques statistiques descriptives mesurées sur l'échantillon global.

Tableau 4 – Statistiques descriptives de l'échantillon global

Variables	Moyenne	Min	Max	Écart-type
VBA	0,530	-0,409	9,400	1,169
MARRIS	5,704	-8,740	381,22	2,748
FCDE	0,427	0,000	4,346	0,480
FCDI	0,0846	0,000	0,483	0,048
INV	0,0742	0,008	0,752	0,0857
OPPCROISS	0,1399	0,000	0,53	0,1193
ACTI	0,556	-0,705	9,417	0,988
MBE	0,128	-0,10	0,670	0,097
TAILLE	5,896	4,13	8,21	0,797

3.2. Réinvestissement du *free cash flow* et création de valeur des entreprises françaises cotées : l'absence d'impact positif de l'endettement et de la distribution de dividendes

Le modèle de régression analyse l'impact sur la valeur d'une affectation du *free cash flow* au remboursement de la dette et au versement de dividendes, conjointement aux autres variables explicatives de la création de valeur. Les résultats sont présentés successivement sur l'échantillon des entreprises faisant l'objet de l'expérience, qui ont le niveau d'opportunités de croissance le plus faible, et celui des entreprises de contrôle, qui ont le niveau d'opportunités de croissance le plus fort. Il convient de noter que seuls les résultats mesurant l'impact sur la

valeur boursière ajoutée sont exposés, ceux concernant l'impact sur le ratio de Marris n'étant pas statistiquement significatifs. Ce qui tendrait à montrer, à tout le moins, que l'affectation des fonds discrétionnaires au remboursement de la dette ou à la distribution de dividendes n'exercerait pas d'influence sur la création de valeur anticipée.

S'agissant de l'impact sur la valeur boursière ajoutée (*ex post*), l'examen des résultats sur l'échantillon des entreprises expérimentales montre que les différents modèles mis en œuvre (complet, « pas à pas » et « descendant ») sont tous trois explicatifs de la valeur boursière ajoutée relative. Les coefficients R^2 ajustés varient entre 0,278 et 0,309 et la qualité d'ajustement des trois modèles est satisfaisante (F variant entre 3,913 et 9,068, significatifs au seuil de 1 %).

L'analyse révèle que l'association entre l'affectation du *free cash flow* au service de la dette et la création de valeur actionnariale est non conforme au sens escompté, car négative, aussi bien dans le modèle « complet » que dans le modèle « pas à pas » ou « descendant », de manière statistiquement significative (au seuil de 10 % dans le premier cas, de 5 % dans le deuxième et le troisième). Par ailleurs, aucun des trois modèles ne met en évidence un impact statistiquement significatif de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes sur la valeur actionnariale.

En revanche, les différents modèles soulignent, à des niveaux variables, le rôle joué par la croissance de l'activité et la rentabilité d'exploitation, ce qui confirme les postulats théoriques de Rappaport (1986). L'impact d'une augmentation du chiffre d'affaires est statistiquement décelable, aussi bien dans le modèle global (au seuil de 10 %), que dans les modèles « pas à pas » (au seuil de 1 %) et « descendant » (au seuil de 5 %). L'influence de la marge d'exploitation apparaît également dans le modèle « descendant », au seuil de signification de 10 %. Par ailleurs, l'association positive entre l'appartenance au secteur des services et la création de valeur ne semble pouvoir être mise en doute, puisque les coefficients sont significatifs au seuil de 5 % dans les modèles « complet », « pas à pas » et « descendant ». Enfin, l'impact de la politique d'investissement en actifs corporels apparaît négatif sur la valeur actionnariale, à un seuil de signification statistique faible (10 %), dans le modèle « descendant ». Ce résultat pourrait corroborer l'hypothèse de *free cash flow* dans la mesure où les tests sont effectués uniquement sur des firmes dégageant des fonds discrétionnaires positifs, qui peuvent être tentées, de ce fait, de réaliser des

projets d'investissement à valeur actuelle nette négative. Les coefficients afférents aux autres variables n'apparaissent pas statistiquement significatifs. L'impact sur la création de valeur des opportunités de croissance ou de la taille ne se manifeste notamment pas, pas plus que celui de la structure d'actionariat.

Tableau 5 – *Équation de régression linéaire de la création de valeur boursière ajoutée [Échantillon expérimental : entreprises à faibles opportunités de croissance – N=64]*

Variables	Modèle, 1 (complet)	Modèle, 2 (pas à pas)	Modèle 3 (descendant)
Constante	-1,197 (-0,747)	0,642** (2,055)	0,378 (0,931)
FCFDE	-0,187* (-1,662)	-0,259** (-2,367)	-0,198** (-1,796)
FCFDI	0,118 (0,961)		
INV	-0,188 (-1,595)		-0,199* (-1,728)
OPPCROISS	0,018 (0,146)		
ACTI	0,220* (1,797)	0,326*** (2,961)	0,243** (2,056)
MBE	0,223 (1,608)		0,256* (1,924)
PROP	-0,032 (-0,262)		
TAILLE	0,114 (0,963)		
SECTEUR	0,255** (2,287)	0,283** (2,622)	0,238** (2,189)
F	3,913***	9,068***	6,645***
R ²	0,395	0,312	0,364
R ² ajusté	0,294	0,278	0,309
*p<0,10 **p<0,05 ***p<0,01 (tests bilatéraux pour l'ensemble des variables, à l'exception des variables FCFDE et FCFDI) Les valeurs entre parenthèses correspondent au t de Student.			

Les modèles mis en œuvre sur l'échantillon des entreprises de contrôle sont de qualité moindre que les précédents. Leur qualité d'ajustement est moyenne, voire faible (F compris entre 1,314 et 3,184, non significatif dans le modèle « complet », significatif au seuil de 5 % dans le modèle « descendant »), et les coefficients R² ajustés sont

égaux à 0,037 et 0,056. Il est à noter que la mise en œuvre du modèle « pas à pas » ne produit aucun résultat. Les différences de résultat entre les deux sous-échantillons, en termes de signification statistique, ne manquent pas de surprendre, mais il est intéressant de souligner que les modèles les plus significatifs statistiquement sont ceux qui sont mis en œuvre sur l'échantillon présentant les caractéristiques visées par la théorie du *free cash flow* (entreprises à faibles opportunités de croissance).

Les résultats apportent quelques nuances aux précédents, sans aller jusqu'à les contredire ou influencer la réfutation ou non-réfutation des deux hypothèses de l'étude.

L'influence négative, sur la création de valeur actionnariale, d'une affectation des fonds discrétionnaires au service de la dette n'est plus observable. En revanche, à l'instar de ce qui avait été constaté sur l'échantillon global, le réinvestissement du *free cash flow* sous forme de dividendes n'exerce aucun impact positif. L'influence de la politique d'investissement en actifs corporels est toujours décelable, en sens négatif, au seuil de 10 %, dans le modèle « descendant ». La marge d'exploitation, pour sa part, exerce désormais un impact positif au seuil de 5 % dans le modèle « descendant ».

Contrairement à ce qui avait été observé précédemment sur l'échantillon global, les régressions linéaires sur l'échantillon de contrôle ne mettent en évidence aucune influence du secteur d'activité. Les analyses menées sur l'échantillon de contrôle ne soulignent pas davantage l'impact positif d'une structure d'actionnariat patrimoniale et familiale.

Quoi qu'il en soit, l'impact négatif d'un réinvestissement des fonds discrétionnaires au service du remboursement de la dette sur la valeur actionnariale, observé sur l'échantillon des entreprises faisant l'objet de l'expérience mais non sur l'échantillon de contrôle, conduit **à rejeter l'hypothèse 1.**

De la même façon, l'absence d'impact statistiquement significatif sur la valeur actionnariale de l'affectation du *free cash flow* à la distribution de dividendes, sur l'échantillon des entreprises expérimentales, non contredit par l'échantillon de contrôle, amène **à rejeter l'hypothèse 2.**

Cette étude s'inscrit par conséquent en faux par rapport aux enseignements de la théorie de l'agence et, plus particulièrement, par rapport à ceux de la théorie du *free cash flow*. L'impact négatif de

l'endettement sur la création de valeur ne manque pas de surprendre, alors que les opérations qui se traduisent par une augmentation du taux d'endettement entraînent un transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires au travers de l'augmentation du risque financier de l'entreprise.

Tableau 6 – *Équation de régression linéaire de la création de valeur boursière ajoutée [Échantillon de contrôle : entreprises à fortes opportunités de croissance – N=74]*

Variabes	Modèle 1 (complet)	Modèle 2 (descendant)
Constante	0,129 (0,160)	0,372** (2,497)
FCFDE	-0,153 (-1,216)	
FCFDI	0,080 (0,588)	
INV	-0,224 (-1,407)	-0,264* (-1,816)
OPPCROISS	-0,028 (-0,202)	
ACTI	0,110 (0,811)	
MBE	0,248 (1,506)	0,363** (2,502)
PROP	0,097 (0,779)	
TAILLE	0,030 (0,232)	
SECTEUR	0,174 (1,368)	
F	1,314	3,184**
R ²	0,156	0,082
R ² ajusté	0,037	0,056
*p<0,10 **p<0,05 ***p<0,01 (tests bilatéraux pour l'ensemble des variables, à l'exception des variables FCFDE et FCFDI) Les valeurs entre parenthèses correspondent au t de Student.		

Ce résultat peut être interprété à la lumière de la vision traditionnelle en matière de structure financière, selon laquelle les actionnaires exigent une prime de risque complémentaire et relèvent leur taux de capitalisation des dividendes avec l'augmentation du taux

d'endettement, ce qui a pour effet d'entraîner une baisse du prix des actions, lorsque l'augmentation de l'endettement implique que l'espérance de perte due à l'effet de levier négatif devient supérieure à l'espérance de gain due à l'effet de levier positif.

Ce résultat peut également s'interpréter à la lumière de la théorie du compromis qui souligne qu'au-delà d'un certain niveau d'endettement, la valeur actuelle des coûts de faillite excède la valeur actuelle des économies fiscales résultant de l'endettement, ce qui a pour conséquence de diminuer la valeur de la firme. L'absence d'impact de l'affectation des fonds discrétionnaires à la distribution de dividendes confirmerait pour sa part la thèse de la neutralité de cette politique dans le paradigme néo-classique, tout en entrant en contradiction avec les développements théoriques les plus récents, en premier lieu avec les arguments d'agence qui voient dans la distribution de dividendes une activité de dédouanement réduisant les coûts d'agence de la divergence d'intérêts opposant les dirigeants aux actionnaires externes. Il est vrai que la politique de dividendes est l'une des questions les plus complexes et les plus controversées de la micro-économie financière, qui justifie toujours l'expression célèbre de Black (1976), « *dividend puzzle* », pour la caractériser.

Conclusion

Les firmes générant un montant significatif de fonds discrétionnaires, qui dépassent les besoins d'investissements à valeur actuelle nette positive, se trouvent confrontées à la question d'une gestion efficiente de ces ressources. Jensen souligne en effet, sur un plan conceptuel, le risque d'un réinvestissement de ces fonds, par les managers, dans des activités destructrices de valeur. L'étude proposée s'est efforcée d'apporter des éléments de réponse à la question empirique subséquente, relative à l'impact de deux modes de réinvestissement du *free cash flow* – l'endettement et la distribution de dividendes – sur la création de valeur actionnariale.

Les résultats issus des régressions linéaires indiquent, en contradiction avec les prescriptions de Jensen et, dans une certaine mesure, avec les résultats de la littérature empirique (Lehn et Poulsen, 1989 ; Gupta et Rosenthal, 1991), que l'affectation du *free cash flow* au service du remboursement de la dette exerce une influence négative, sta-

tistiquement significative, sur la richesse des actionnaires appréciée sur le moyen terme. De la même façon, l'impact d'un réinvestissement des fonds discrétionnaires sous forme de distribution de dividendes n'est pas décelable, alors que d'autres travaux empiriques conduisent à des conclusions contraires (Lang et Litzenberger, 1989 ; Vogt et Vu, 2000). Ni l'endettement, ni la distribution de dividendes ne permettraient de réduire le niveau des ressources en excès dans un sens favorable à la maximisation de la valeur.

Les conclusions doivent être appréciées au regard des choix méthodologiques opérés, en particulier celui d'appréhender la création de richesse accumulée par l'entreprise à partir de l'ensemble des fonds engagés par les investisseurs, et non à partir des rentabilités anormales. Elles doivent s'apprécier également au regard de la cohérence des résultats par rapport aux hypothèses de Rappaport (1986) concernant les autres déterminants de la richesse actionnariale, à savoir la progression de l'activité et le niveau de marge d'exploitation. L'accroissement du chiffre d'affaires joue en quelque sorte, concomitamment au renforcement de l'efficacité productive, un rôle d'effet de levier dans l'amélioration de la performance et du niveau de marge d'exploitation. Il convient de noter dans le même temps que le potentiel de création de richesse est clairement affecté par une politique d'investissement excessive en présence de fonds discrétionnaires.

La recherche trouve néanmoins ses limites dans la signification statistique, parfois limitée (avec, en plusieurs occasions, des significations au seuil de 10 % seulement), des tests effectués et dans les difficultés d'opérationnalisation de certaines variables (comme le *free cash flow* lui-même et les opportunités d'investissement). Elle trouve aussi ses limites dans le caractère équivoque de certains résultats, ce qui renvoie plus largement à l'ambivalence, observée dans la littérature théorique et empirique, des relations entre l'endettement, les dividendes et la valeur de la firme. Alors que la création de valeur est généralement vue comme reposant sur la cohérence des politiques d'investissement et de financement, cette dimension n'est pas prise en compte en tant que telle dans cette étude.

À l'avenir, des tests complémentaires pourront contribuer au renforcement des résultats. Ceux-ci suggèrent en effet de nouvelles directions de recherche. Ils inspirent en particulier la conduite d'études complémentaires intégrant des variables non prises en compte ici, comme l'incidence des rachats d'actions, selon des voies méthodologi-

ques restant à définir, qui constituent un mode alternatif de réinvestissement des fonds discrétionnaires et sont généralement considérés comme un facteur déterminant de création de valeur.

Bibliographie

- Agrawal A. et Jayaraman N. (1994), « The Dividend Policies of All Equity Firms : A Direct Test of the Free Cash Flow Theory », *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, n° 4, March/April, p. 139-148.
- Alchian A.A. et Demsetz H. (1972), « Production, Information Costs and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, December, p. 777-795.
- Allouche J. et Amann B. (1995), « Le retour triomphant du capitalisme familial », in *De Jacques Cœur à Renault : Gestionnaires et organisations*, Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.
- Ang J.S., Cole R.A. et Lin J.W. (2000), « Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Finance*, vol. 55, p. 81-106.
- Bizjack J.M., Brickley J.A. et Coles J.L. (1993), « Stock-Based Incentive Compensation and Investment Behavior », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 349-372.
- Black F. (1976), « The Dividend Puzzle », *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, n° 4, Winter, p. 5 et s.
- Brealey R.A. et Myers S.C. (2002), *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill.
- Brickley J.A. (1983), « Shareholder Wealth Information, Signaling and the Specially Designated Dividend », *Journal of Financial Economics*, vol. 12, n° 2, August, p. 187-210.
- Caby J. et Hirigoyen G. (2000), « Management : les constructeurs – Michael C. Jensen », *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai, p. 60-68.
- Caby J. et Hirigoyen G. (2001), *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.
- Calvi-Reveyron M. (1998), « Politique de dividende et théorie du free cash flow : une revue de la littérature », Cahier de recherche du CERAG, Série recherche, 23 p.
- Charest G. (1978), « Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, vol. 6, n° 2/3, June-September, p. 297-330.

- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises, corporate governance – Théories et faits*, Économica.
- Charreaux G. (2003), « Michael C. Jensen », in M. Albouy (Éd.), *Les grands auteurs en Finance*, EMS, p. 120-145.
- Choi D. et Park S. (1997), « Targeted Share Repurchases, Free Cash Flows, and Shareholder Wealth : Additional Evidence », *Managerial Finance*, vol. 23, n° 3, p. 49-63.
- Copeland T., Koller T. et Murrin J. (1991), *La stratégie de la valeur*, Interéditions.
- Crutchley C.E. et Hansen R.S. (1989), « A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends », *Financial Management*, vol. 18, n° 4, Winter, p. 36-46.
- Easterbrook F.H. (1984), « Two Agency-Cost Explanations of Dividends », *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, September, p. 650-659.
- Evrard Y., Pras B. et Roux E. (2003), *Market : études et recherches en marketing*, Éditions Nathan.
- Fama E.F. et French K.R. (2000), « Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 3-43.
- Gaver J.J. et Gaver K.M. (1993), « Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, January-April-July, p. 125-160.
- Gibbs P.A. (1993), « Determinants of Corporate Restructuring : The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow », *Strategic Management Journal*, vol. 14, n° 4, Summer, p. 51-68.
- Graham J.R. et Harvey C.R. (2001), « The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 187-243.
- Griffin J.M. (1988), « A Test of the Free Cash Flow Hypothesis », *Review of Economics and Statistics*, vol. 70, n° 1, February, p. 70-82.
- Grullon G. et Michaely R. (2001), « Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis », *Working Paper*, Rice University.
- Gul F.A. et Tsui J.S.L. (1998), « A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses : Evidence from Audit Pricing », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, p. 219-237.

- Gupta A. et Rosenthal L. (1991), « Ownership Structure, Leverage, and Firm Value : The Case of Leveraged Recapitalizations », *Financial Management*, vol. 20, n° 3, Autumn, p. 69-83.
- Harris M. et Raviv A. (1991), « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, March, p. 297-356.
- Jaggi B. et Gul F.A. (1999), « An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 12, n° 4, June, p. 371-381.
- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, May, p. 323-329.
- Jensen M.C. (1989), « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 67, n° 5, Autumn, p. 61-74.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, October, p. 305-360.
- Jensen M.C. et Ruback R. (1983), « The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, April, p. 5-49.
- Jensen G.R., Solberg D.P. et Zorn T.S. (1992), « Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 2, p. 247-263.
- Johnson S.A. (1995), « Dividend Payout and the Valuation Effects of Bond Announcement », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 30, n° 3, September, p. 407-423.
- Lambert R.A., Larcker D. et Weigelt K. (1991), « How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size ? », *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 5, July, p. 395-402.
- Lang L.H.P. et Litzenberger R.H. (1989), « Dividend Announcements : Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 1, September, p. 181-192.
- Lang L., Stulz R. et Walking R. (1989), « Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 1, September, p. 137-154.
- Lang L., Stulz R. et Walking R. (1991), « A Test of the Free Cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 29, n° 2, October, p. 315-336.

- Lehn K. et Poulsen A. (1989), « Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 3, July, p. 771-787.
- Lewellen W., Loderer C. et Martin K. (1987), « Executive Compensation and Executive Incentive Problems : an Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 9, p. 287-310.
- Lie E. (2000), « Excess Funds and Agency Problems : an Empirical Study of Incremental Cash Disbursements », *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 1, Spring, p. 219-248.
- Lins K.V. (2000), « Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets », *Working Paper*, University of North Carolina.
- McConnel J.J. et Muscarella C.J. (1985), « Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n° 3, September, p. 399-422.
- Mitton T. (2000), « A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis », *Working Paper*, MIT.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, January-March, p. 293-315.
- Mueller D.C. (1969), « A Theory of Conglomerate Mergers », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 83, n° 4, November, p. 643-659.
- Murphy K. (1985), « Corporate Performance and Managerial Remuneration : An Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1-2-3, April, p. 11-42.
- Myers S.C. (1984), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, July, p. 575-593.
- Nohel T. et Tarhan V. (1998), « Share Repurchases and Firm Performance : New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 2, August, p. 187-222.
- Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica, p. 105-138.
- Poulain-Rehm T. (2003), « Stock-options, décisions financières des dirigeants et création de valeur de l'entreprise : le cas français », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 6, n° 3, septembre, p. 79-116.
- Poulain-Rehm T. (2004), « La politique de financement et de dividendes des entreprises patrimoniales et familiales cotées : un test de la théorie du *free cash flow* », Communication au Congrès international

de l'AFFI, Association Française de Finance, Cergy-Pontoise, 24-26 juin.

Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value : The New Standards of Business Performance*, Free-Press.

Richardson S. (2002), *Corporate Governance and the Over-Investment of Surplus Cash*, Unpublished Dissertation, University of Michigan.

Ross S. (1973), « The Economic Theory of Agency : the Principal's Problem », *American Economic Review*, vol. 63, n° 2, May, p. 134-139.

Rozeff M. (1982), « Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios », *Journal of Financial Research*, vol. 5, n° 3, Fall, p. 249-259.

Schmidt D.R. et Fowler K.L. (1990), « Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation », *Strategic Management Journal*, vol. 11, n° 7, November-December, p. 559-569.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.

Skinner D. (1993), « The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice : Preliminary Evidence », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 4, October, p. 407-445.

Smith C.W. et Watts R.L. (1992), « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n° 3, December, p. 263-292.

Stewart G.B. (1991), *The Quest for Value*, Harper Collins.

Szewczyk S., Tsetsekos G. et Zantout Z. (1996), « The Valuation of Corporate R&D Expenditures : Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow », *Financial Management*, vol. 25, n° 1, Spring, p. 105-110.

Vogt S. (1997), « Cash Flow and Capital Spending : Evidence from Capital Expenditure Announcements », *Financial Management*, vol. 26, n° 2, Summer, p. 44-57.

Vogt S.C. et Vu J.D. (2000), « Free Cash Flow and Long-Run Firm Value Evidence from the Value Line Investment Survey », *Journal of Managerial Issues*, vol. 12, n° 2, Summer, p. 188-207.

Annexe – Composition de l'échantillon

Entreprises expérimentales N=64	Entreprises de contrôle N=74
ARBEL	ACCOR
BACCARAT	AIGLE
BAZAR HOTEL DE VILLE	ALAIN MANOUKIAN
BENETEAU	ALCATEL
BULL	ARKOPHARMA
CFF RECYCLING	ATOS ORIGIN
CHARGEURS	BERGER-LEVRAULT
COMPAGNIE IALE ANDRE TRIGANO	BOIRON
COMPAGNIE PLASTIC OMNIUM	BOLLORE
CROMETAL	BOLLORE INVESTISSEMENT
DASSAULT AVIATION	BONGRAIN
DASSAULT SYSTEMES	BURELLE
DELACHAUX	CANAL PLUS
DEVEAUX	CAP GEMINI
DOLLFUS MIEG	CARREFOUR
DYNACTION	CASINO GUICHARD
ELECTRICITE DE STRASBOURG	CHRISTIAN DIOR
ESSO	CIDER SA
ETS GENERALE TRANSPORTS DU NORD	CIMENTS FRANCAIS
ETS TEISSEIRE FRANCE	CLARINS
EURO DISNEY	CLUB MEDITERRANEE
FAIVELEY	COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN
FERRAND ET RENAUD	COMPAGNIE DES ALPES
GEODIS	COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE
GEVELOT	COMPAGNIE GENERALE DE GEOPHYSIQUE
GRANDE PAROISSE	DIDOT BOTTIN
GRANDS VINS JEAN CLAUDE BOISSET	DISTRIBORG
GROUPE GASCOGNE	EIFFAGE
GROUPE TAITTINGER	FININFO
HENRI MAIRE	GAUMONT
HERMES INTERNATIONAL	GROUPE DANONE
INSTALLUX	GROUPE GUILLIN
L'AIR LIQUIDE	GROUPE NORBERT DENTRESSANGLE
LACROIX SA	GROUPE PARTOUCHE
LA ROCHETTE	GROUPE ZANNIER
MANITOU	INTERNATIONAL METAL SERVICE
MATUSSIÈRE ET FOREST	JACQUES BOGART
MECELEC	LAFARGE
MGI COUTIER	LE CARBONE-LORRAINE
MLPC INTERNATIONAL	LECTRA
MONTUPET	LEON DE BRUXELLES
NORD EST	LVL MEDICAL GROUPE
ONET	LVMH-MOET HENNESSY
POCHET SA	MANUTAN
PRECIA MOLEN	MONOPRIX
RADIALL	PECHINEY
ROBERTET	PENAUILLÉ POLYSERVICES
ROCAMAT	PERNOD RICARD
ROUGIER	PREDAULT PAUL SA
SA DES GALERIES LAFAYETTE	PRODEF
SA GUYENNE ET GASCOGNE	PSB INDUSTRIES
SAGEM SA	RALLYE
SIDEL	REMY COINTREAU
SKIS ROSSIGNOL	REXEL
SMOBY	RUBIS
SOCIÉTÉ DU LOUVRE	SA CEGID
SOCIÉTÉ LDC	SA DES HOTELS ET CASINO DE DEAUVILLE
SODICE EXPANSION	SCHNEIDER
SUPRA	SEB SA
TECHNOFAN SA	STE OXYGENE ET ACETYLENE EXTREME
USINOR	ORIENT

V.E.V VALLOUREC VIRBAC SA	STE FERMIERE CASINO MUNICIPAL CANNES SOCIETE SUCRIERE DE PITHIVIERS LE VIEIL SODEXHO SOPRA GROUP SPIR COMMUNICATION ST DUPONT TELEFLEX LIONEL DUPONT THALES UBI SOFT ENTERTAINMENT VALEO VIVARTE VIVENDI UNIVERSAL WENDEL INVESTISSEMENT ZODIAC
---------------------------------	--