

Free cash flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises

Mehdi NEKHILI

Université de Reims Champagne Ardenne-Groupe ESC Troyes

Afifa WALI SIALA

Université de Sfax

Dhikra CHEBBI NEKHILI

Université de Bourgogne-FARGO

Classification JEL : G30, G32, G34, G35 – *Réception* : novembre 2007 ;
Acceptation : octobre 2008

Correspondance : mehdi.nekhili@univ-reims.fr ; Faculté de Sciences économiques, Sociales et de Gestion – Bâtiment Recherche – 57, bis rue Pierre Taittinger – 51 096 Reims cedex.

Résumé : La limitation du problème du *free cash flow* dépend de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Sur la base d'un échantillon de 123 entreprises françaises en 2004, nous montrons que c'est la distribution soutenue des dividendes, et non le niveau d'endettement, qui permet de réduire le niveau du *free cash flow*. Les caractéristiques du conseil d'administration et de la structure de propriété agissent directement sur le niveau du *free cash flow*, plutôt qu'indirectement à travers la politique de distribution des dividendes.

Mots clés : *Free cash flow* – politique d'endettement – politique de distribution de dividende – conseil d'administration – structure de propriété.

Abstract: The limitation of free cash flow problems depends on the efficacy of the prevalent governance mechanisms. Investigating a sample of 123 French firms in 2004, we show that it is the sustained distribution of dividends – rather than leverage – that leads to a reduction of free cash flows. The specific characteristics of corporate boards and ownership structure are also shown to have a direct impact on free cash flow levels, rather than indirectly through dividend policy.

Key words: Free cash flow – leverage – dividend policy – performance – ownership structure.

Le *free cash flow* est défini par Jensen (1986) comme l'ensemble de flux disponibles après financement de tous les projets à valeurs actuelles nettes positives sur la base d'un taux d'actualisation égal au coût du capital. Pour montrer la présence et/ou l'acuité d'une situation de *free cash flow*, il est souvent fait référence à la relation positive entre l'abondance des flux de trésorerie et l'absence de bonnes opportunités d'investissement (Lehn et Poulsen, 1989 ; Calvi-Reveyron, 1999 ; Miguel et Pindado, 2001 ; Pindado et De La Torre, 2005). Les firmes disposant de *cash flow* substantiels risquent, en l'absence de bonnes opportunités d'investissement, de les voir gaspillés par les dirigeants dans des projets destructeurs de la valeur. Les dirigeants optent généralement pour ce choix plutôt que pour celui de la distribution des flux excédentaires aux actionnaires sous formes de dividendes ou de superdividendes. La crainte de distribuer massivement des dividendes s'explique par le fait que les dirigeants ne sont pas en mesure de garantir, dans les années à venir, le même taux de croissance des dividendes. Dans ce dernier cas, les actionnaires, mécontents, pourraient ainsi réagir et procéder à une vente massive des actions conduisant à la chute des cours. Une chute des cours est, pour les dirigeants, synonyme de perte sur salaires s'ils sont rémunérés par les *stocks options*, ou d'emploi en cas de rachat de l'entreprise par le biais d'une offre publique d'achat hostile. Comme solution, les actionnaires peuvent contraindre les dirigeants à un financement par endettement et à une distribution soutenue de dividendes.

Il existe un certain nombre d'études ayant testé l'hypothèse de *free cash flow* dans le contexte français. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous citons celles de Poincelot (1999), Calvi-Reveyron (1999) et de Poulain-Rehm (2005). Poincelot (1999) montre, dans un premier temps, que le recours à l'endettement ne varie pas en fonction des opportunités de croissance qui se présentent à la firme. L'auteur conclut, dans un deuxième temps, à l'absence de différence significative dans le niveau d'endettement des firmes à faibles opportunités de croissance (*Market to book ratio* inférieur à 1) en fonction de la présence ou non des actionnaires principaux au conseil d'administration et du pourcentage des administrateurs-actionnaires. Calvi-Reveyron (1999) montre, dans une étude événementielle, que le marché boursier réagit positivement et significativement suite à l'augmentation des dividendes seulement pour les firmes exposées au risque de surinvestissement. L'accroissement du dividende n'est donc pas utilisé, selon l'auteur, comme un simple signal adressé aux actionnaires mais plutôt comme un outil permettant de réduire les flux en excès. Poulain-Rehm (2005) examine l'arbitrage entre

la distribution de dividende et l'endettement par des firmes présentant un excès en *cash flow* en fonction de la structure de propriété et confirme l'hypothèse selon laquelle les coûts d'agence liés au problème de *free cash flow* sont moins importants dans les firmes familiales et patrimoniales.

La contribution de notre étude se situe au niveau de la méthodologie, différente de celles suivies dans les études susmentionnées. D'une part, nous considérons un plus grand nombre de mécanismes de gouvernance pouvant conduire à la limitation du niveau de *free cash flow*. Pour le conseil d'administration, nous retenons sa taille, le cumul ou non des fonctions de président du conseil et de directeur général, le nombre d'administrateurs externes et la participation des administrateurs dans le capital. Pour la structure de propriété, nous retenons la propriété managériale, la présence des institutionnels dans le capital et la concentration de la propriété. D'autre part, nous considérons que ces mécanismes, s'ils n'affectent pas toujours directement l'utilisation des flux en excès, peuvent avoir un impact significatif sur les politiques d'endettement et de distribution de dividendes, déterminantes dans l'allocation des flux de trésorerie. L'éventuelle substituabilité entre le recours à l'endettement et la distribution des dividendes est également envisagée.

Notre article est organisé comme suit. Dans une première section, nous présenterons le cadre théorique relatif à l'efficacité des mécanismes de gouvernance dans la limitation du niveau de *free cash flow*, ainsi qu'à leur impact sur les politiques d'endettement et de distribution de dividendes. La deuxième section sera réservée à la présentation de notre méthodologie de recherche. Pour tenir compte à la fois des effets directs des mécanismes de gouvernance sur le niveau du *free cash flow* et indirects, à travers leur impact sur les politiques d'endettement et de distribution de dividendes, nous développerons un modèle à équations simultanées. Dans cette même section, seront présentés également l'échantillon de notre étude et les mesures des différentes variables. Dans la troisième et dernière section, nous exposerons et commenterons les résultats obtenus. Nos résultats montrent que les caractéristiques du conseil d'administration et de la structure de propriété agissent aussi bien sur le niveau du *free cash flow* que sur les politiques d'endettement et de distribution des dividendes. Par ailleurs, ils suggèrent que c'est la distribution soutenue des dividendes, et non le niveau d'endettement, qui permet de réduire le niveau de *free cash flow* des firmes françaises.

1. Cadre théorique

Dans cette section, nous discutons de l'efficacité des différents mécanismes de gouvernance et de leurs possibles complémentarités ou substituabilités dans la résolution du problème de *free cash flow*. S'il est difficile de prouver une relation directe entre les mécanismes de gouvernance et le niveau du *free cash flow*, il a été montré, par ailleurs, que ces mécanismes peuvent agir sur les politiques d'endettement et de distribution des dividendes, principales variables déterminant l'allocation des *cash flow*. Nous retenons ici comme mécanismes le conseil d'administration et la structure de propriété. Plusieurs critères peuvent être utilisés pour évaluer la capacité du conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants. Ces critères sont relatifs à sa taille, au cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général, à la participation des administrateurs au capital de l'entreprise et à la présence d'administrateurs externes. La participation des dirigeants et des institutionnels dans le capital et le degré de concentration de la propriété sont les trois principaux attributs qui caractérisent la structure de propriété d'une firme.

1.1. Gouvernement d'entreprises et niveau du free cash flow : une relation loin d'être évidente

Il n'est pas toujours facile de montrer ou d'expliquer la relation directe entre les mécanismes de gouvernance et le niveau du *free cash flow*. Les études antérieures ont principalement comparé la performance des entreprises en fonction des opportunités d'investissement qui se présentent et des mécanismes qui caractérisent la gouvernance de ces entreprises. Pour le conseil d'administration, comme mécanisme de gouvernance par excellence, Lasfer (2002) trouve, sur un échantillon composé de 1 171 firmes britanniques, que la taille importante du conseil d'administration affecte négativement la performance des firmes à faibles opportunités de croissance. De leur côté, Lipton et Lorsh (1992) certifient que les avantages que procurent les conseils de grande taille sont supérieurs aux coûts induits par les éventuels problèmes de communication et les difficultés dans la prise de décision. En effet, la taille du conseil d'administration est un élément crucial à étudier dans un contexte de *free cash flow*. Une grande taille favorise le développement et le partage des connaissances pertinentes et l'apparition des nouvelles expertises et compétences au niveau de ses membres, conditions nécessaires pour assurer le meilleur placement des fonds. Par ail-

leurs, une taille importante peut faire du conseil d'administration un lieu propice aux collusions et aux conflits d'intérêts. Elle peut ainsi constituer un terrain favorable à l'instauration d'un climat conflictuel et incertain (Forbes et Milliken, 1999). Une taille réduite du conseil constitue, *a contrario*, un terrain favorable à la concordance entre les avis des différents membres.

Pour réduire le pouvoir discrétionnaire du dirigeant et assurer l'efficacité du conseil d'administration dans la limitation de la mauvaise utilisation du *free cash flow*, Jensen (1993) recommande la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général. L'intérêt de la séparation des fonctions peut être expliqué par la limitation des coûts d'agence relatifs au problème du *free cash flow* et par l'amélioration de la performance. A ce propos, Lasfer (2002) montre que la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil affecte, dans le contexte britannique, positivement et significativement la performance des firmes à faibles opportunités de croissance et permet par conséquent de limiter les coûts d'agence relatifs au problème de *free cash flow*.

La présence des administrateurs externes offre au conseil une plus grande expertise et une plus grande indépendance à l'égard de l'équipe dirigeante, permettant ainsi l'amélioration de son rôle de contrôle des fonds discrétionnaires. Ces administrateurs externes, qui ne disposent pas à l'origine des relations directes avec les dirigeants et qui cherchent l'amélioration de leur réputation, sont censés s'opposer au gaspillage potentiel des fonds dans des projets jugés non rentables par les actionnaires. Selon Richardson (2002), les administrateurs externes doivent être capables d'identifier les situations potentielles de surinvestissement et avoir l'aptitude à empêcher tout abus de la part des dirigeants dans l'utilisation des fonds disponibles. L'auteur constate, dans son étude menée sur la période 1988-2000, que les firmes, dégageant du *free cash flow* et dont la fraction des administrateurs externes dans le conseil est importante, surinvestissent moins que les firmes présentant une faible proportion des administrateurs externes dans leur conseil. Parallèlement, Lasfer (2002) trouve qu'une proportion élevée d'administrateurs externes affecte positivement et significativement la performance des firmes britanniques à faibles opportunités de croissance et limite donc les coûts d'agence relatifs au problème du *free cash flow*. Néanmoins, Charreaux et Pitol-Belin (1990) affirment que ces administrateurs sont généralement nommés sur proposition du dirigeant et ne peuvent pas être totalement indépendants. Ils sont susceptibles d'accepter, parfois, des relations de collusion avec le dirigeant afin de préserver leurs man-

datés d'administrateur. Une telle relation avec le dirigeant entraînera l'acceptation de certains projets, jugés non rentables par les actionnaires. En dehors de la question de l'indépendance à l'égard du dirigeant, rien ne garantit non plus que leurs décisions prises par les administrateurs soient dans l'intérêt des actionnaires. Même si les administrateurs peuvent accéder à des informations privées, ils doivent aussi avoir un certain niveau d'expertise pour pouvoir déceler une situation de *free cash flow*. Une étude menée par Jeanjean et Stolowy (2006) sur les entreprises non financières du SBF 120 montre que seulement la moitié des administrateurs détient une compétence comptable et financière. Cette compétence est obtenue grâce à une formation en gestion et/ou à une expérience dans une fonction financière. Notons par ailleurs que cette compétence est fortement liée à la présence des banquiers et de directeurs financiers au sein des conseils.

H1 : La taille réduite du conseil d'administration, la séparation en son sein de la fonction de président de celle de directeur général et la présence des administrateurs externes peuvent contribuer à la réduction du niveau de free cash flow.

Au niveau de la structure de propriété, comme variable caractéristique du mode de gouvernement des entreprises, McConnell et Servaes (1995) et Andrés et al. (2005) constatent que la concentration de propriété affecte positivement la performance des firmes à faibles opportunités de croissance et négativement la performance des firmes à fortes opportunités de croissance. Ce dernier résultat peut être expliqué par la nature des transactions que la firme peut mener avec certaines de ses parties liées et, notamment, avec ses principaux actionnaires. Certains actionnaires majoritaires peuvent, en effet, en présence de bonnes opportunités d'investissement et dans l'objectif d'exproprier les minoritaires, pousser la firme à s'engager dans des investissements avec d'autres firmes sous leur contrôle ou dans lesquelles ils détiennent des participations significatives. D'autres auteurs, comme Pindado et De La Torre (2005) et Del Brio et al. (2003), soutiennent plutôt l'hypothèse de la passivité des détenteurs de blocs de contrôle externes. Ces derniers ne maîtrisent pas nécessairement le montant et les composantes du *free cash flow* présent dans la firme et sont donc incapables de réagir, suite à sa variation, par l'accroissement ou la diminution de l'endettement.

De leur côté et en raison de leurs capacités financière et technique, les actionnaires institutionnels investissent des fonds importants dans le contrôle des entreprises et font appel à des experts financiers pour mieux mesurer la valeur des investissements proposés par les dirigeants

(Agrawal et Mandelker, 1992). McConnell et Servaes (1995) constatent que l'effet positif de la propriété institutionnelle sur la performance est plus important chez les firmes à faibles opportunités de croissance. Wu (2004) stipule aussi que les investisseurs institutionnels limiteraient le surinvestissement dans les firmes à faibles opportunités de croissance notamment.

Jensen (1986) souligne l'intérêt d'une participation des dirigeants dans le capital pour réduire les risques liés à la mauvaise gestion des flux excédentaires. Cette participation permet d'aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires et donc d'assurer une bonne utilisation des flux disponibles dans le but de maximiser la richesse des actionnaires. Agrawal et Jayaraman (1994) constatent que les coûts d'agence relatifs au problème de *free cash flow* sont une fonction décroissante de la propriété managériale. Parallèlement, McConnell et Servaes (1995) démontrent que la relation entre la propriété managériale et la valeur de la firme est plus importante chez les entreprises à faibles opportunités de croissance, c'est-à-dire chez celles disposant d'un risque potentiel de *free cash flow*.

H2 : La présence des blocs de contrôle et la participation significative des dirigeants et des investisseurs institutionnels dans le capital permettent de réduire le niveau du free cash flow.

1.2. Gouvernance, politique d'endettement et free cash flow

Jensen (1986) considère la dette comme le moyen le plus efficace pour éviter toute mauvaise gestion par les dirigeants des flux monétaires disponibles. Ce problème est d'autant plus prononcé dans les firmes ne disposant pas de bonnes opportunités de croissance futures. Afin de réduire les coûts de surinvestissement, les firmes devraient, selon Jensen, accroître leur niveau d'endettement. Par les obligations qu'il impose en matière de remboursement périodique et régulier du principal et des intérêts, l'endettement limite la politique discrétionnaire en matière de gestion du *cash flow*. Toutefois, les résultats empiriques observés par les études antérieures sont contradictoires quant à la relation entre le niveau d'endettement et le niveau du *free cash flow*. Ainsi, certaines études ne confirment pas l'idée selon laquelle le recours à l'endettement constitue un remède au problème de *free cash flow*. De Jong et Dijk (2007) trouvent, sur un échantillon composé de 102 firmes allemandes, une relation non significative entre l'endettement et le montant du *free cash flow*. Ils montrent, par ailleurs, que le niveau d'endettement est davantage motivé par des raisons fiscales ou relatives

à la gestion du risque de faillite que par la volonté d'exercer un contrôle sur les dirigeants. Poincelot (1999) ne valide pas non plus dans le contexte français les prédictions de la théorie du *free cash flow* dans le sens où elle trouve, sur la base d'un échantillon de 99 entreprises cotées en 1992, que les décisions financières ne sont pas statistiquement différentes, que le rapport entre la valeur marchande et la valeur comptable des capitaux propres (*Market to book ratio*) soit inférieur ou supérieur à 1. L'endettement est considéré, par l'auteur, comme un paramètre manipulé par les dirigeants bien plus que comme un véritable outil de contrôle. *A contrario*, d'autres études confirment l'hypothèse selon laquelle l'endettement est une solution au problème de gaspillage des flux excédentaires. Lang et al. (1996) trouvent, sur la base d'un échantillon composé de 142 firmes américaines cotées entre 1970 et 1989, une relation significative entre l'endettement et les opportunités de croissance. La relation négative n'est toutefois vérifiée que pour les firmes à faibles opportunités de croissance, ce qui montre le rôle préventif de l'endettement contre le surinvestissement présumé par la théorie du *free cash flow*. Dans le contexte japonais, Wu (2004) confirme les résultats de Lang et al. (1996) et constate aussi, sur la base d'un échantillon de 833 observations sur la période 1992-2000, une relation positive et significative entre l'endettement et le *free cash flow*, plus importante dans les firmes à faibles opportunités de croissance que dans les firmes à fortes opportunités de croissance.

L'efficacité du conseil d'administration dépend de son degré d'indépendance et de la motivation des administrateurs à détenir une part du capital de l'entreprise. Quant à la présence des administrateurs externes, Agrawal et Knoeber (1996) trouvent, sur la base d'un échantillon de 400 firmes américaines, une relation positive et significative entre le pourcentage d'administrateurs externes et le ratio d'endettement, justifiant ainsi une complémentarité entre ces deux mécanismes de gouvernance. Cette relation n'est pas vérifiée dans le contexte français par Poincelot (1999).

Une participation importante au capital par les administrateurs devrait aussi les inciter à contrôler le comportement du dirigeant et à s'opposer aux décisions jugées non avantageuses aux actionnaires. Ces administrateurs seront incités à chercher le versement des flux excédentaires sous forme de dividendes ou à le pousser au financement par endettement. Dans ce sens, le comportement du dirigeant dépend de l'engagement financier des membres du conseil d'administration. Si ces derniers possèdent une partie importante du capital, le dirigeant disposerait d'une marge de manœuvre plus faible. De leur côté, Agrawal et

Knoeber (1996) montrent l'existence d'une relation positive entre le pourcentage de capital détenu par les administrateurs et le ratio d'endettement. Une telle constatation est infirmée par Poincelot (1999) qui ne trouve aucune différence significative dans le niveau d'endettement des firmes françaises à faibles opportunités de croissance (situation de *free cash flow*), en fonction de la présence ou non du pourcentage des administrateurs-actionnaires.

Pour Poulain-Rehm (2005), la relation entre la propriété managériale et le montant du *free cash flow* n'est pas directe. Il s'interroge sur la manière par laquelle les dirigeants actionnaires manipulent la politique d'endettement en l'absence de bonnes opportunités d'investissement. Sur la base d'un échantillon d'entreprises françaises, Poulain-Rehm (2005), trouve que l'effet de la propriété managériale et familiale est négatif et significatif sur l'affectation du *free cash flow* au service de la dette (mesurée par le rapport entre le remboursement de la dette et le *free cash flow*) pour les firmes à faibles opportunités de croissance. Cet effet est plutôt positif dans les entreprises à fortes opportunités de croissance. L'auteur confirme ainsi l'hypothèse selon laquelle les coûts d'agence liés au problème de *free cash flow* sont moins importants dans les firmes familiales et patrimoniales. De leur côté, Pindado et De La Torre (2005) trouvent, sur un échantillon de 135 entreprises espagnoles entre 1990 et 1999, un effet significativement positif de la concentration de propriété sur le ratio d'endettement, en présence d'un problème de *free cash flow*. Selon ces auteurs, les actionnaires majoritaires sont amenés à accroître le ratio d'endettement particulièrement chez les firmes présentant un niveau important de *free cash flow*, afin d'empêcher l'utilisation par le dirigeant de ces fonds discrétionnaires dans des projets non rentables.

Les résultats trouvés par Wu (2004) dans le contexte japonais montrent que la participation institutionnelle, comme mécanisme de gouvernement, se substitue à celui de l'endettement dans une situation de *free cash flow*. Il trouve, d'un côté, une relation négative entre la participation institutionnelle dans le capital (banques et compagnies d'assurance) et l'endettement dans les firmes présentant des faibles opportunités de croissance et, de l'autre côté, une relation positive entre ces deux variables dans les firmes ayant de bonnes opportunités de croissance. Ces résultats s'expliquent par le fait que les investisseurs institutionnels peuvent assurer la fonction de contrôle et limiter le comportement opportuniste des dirigeants. Par ailleurs, dans les firmes disposant de bonnes opportunités de croissance, les coûts d'agence liés au problème de *free cash flow* ne sont pas assez importants. Les investis-

seurs institutionnels peuvent alors accroître le recours à l'endettement ; la relation de substitution entre les deux mécanismes se transforme alors en une relation de complémentarité.

H3 : Le recours à la dette, motivé principalement par une taille réduite du conseil d'administration, une forte concentration de la propriété et une participation significative des investisseurs institutionnels dans le capital, réduit le niveau du free cash flow.

1.3. Gouvernance, politique de distribution des dividendes et free cash flow

Jensen (1986) a rendu explicite le rôle de la distribution des dividendes dans la réduction du risque de *free cash flow*. Plusieurs auteurs, tels que Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993) et Gugler (2003), confirment empiriquement la capacité d'une politique adéquate de distribution de dividendes dans la résolution du problème de *free cash flow*. Smith et Watts (1992) constatent l'existence d'une relation positive et significative entre le taux de rendement en dividendes, mesuré par le rapport entre le dividende et le cours boursier, et le ratio « valeur des actifs en place/valeur marchande de la firme », inversement reliée aux opportunités de croissance de la firme. Sur la base d'un échantillon composé de 237 firmes américaines, Gaver et Gaver (1993) trouvent que le taux de rendement en dividendes moyen est significativement inférieur dans les entreprises à fortes opportunités de croissance (1,8% contre 3,4%). Dans un deuxième modèle de régression multiple expliquant le niveau de dividendes, les auteurs constatent que le taux de rendement est négativement lié (au seuil de 1%) aux opportunités de croissance. Ces résultats sont aussi vérifiés, plus récemment, par Gugler (2003) qui trouve, sur un panel de 214 firmes australiennes pendant la période 1991-1999, que les entreprises ayant des opportunités de croissance faibles ont des ratios de paiement de dividendes élevés.

C'est plutôt l'hypothèse de *free cash flow* et non celle de signalisation qui est confirmée par les études événementielles lors de l'annonce de distribution des dividendes¹. Ces études consistent à comparer la

¹ L'hypothèse de signalisation stipule que le marché boursier réagit positivement à l'annonce de hausse de dividendes et négativement à l'annonce de baisse de dividendes indépendamment des opportunités qui se présentent à la firme (Bhattacharya, 1979 ; Miller et Rock, 1985). Selon l'hypothèse de *free cash flow*, la réaction devrait être normalement plus importante pour les firmes à faibles opportunités de croissance. Cette dernière hypothèse a été initialement soutenue par Lang et Litzemberger (1989) qui montrent que les variations du montant des dividendes sont suivies d'une réaction bien

rentabilité théorique de l'action à celle réellement obtenue lors de l'annonce de hausse ou de baisse des dividendes. En examinant deux échantillons de 5 992 annonces de hausses de dividendes et 785 annonces de baisses de dividendes réalisées par des firmes américaines, Denis et *al.* (1994) trouvent une différence significative dans les rentabilités anormales moyennes cumulées² lors de l'annonce de hausses de dividendes entre les firmes présentant un Q de Tobin faible et celles présentant un Q de Tobin élevé. Cette différence est non significative en cas d'annonce de baisses de dividendes entre les deux groupes de firmes classées en fonction de leurs opportunités de croissance. Yoon et Starks (1995) trouvent aussi une différence positive et significative entre les rentabilités anormales moyennes cumulées des firmes cotées au NYSE ayant un Q de Tobin faible et de celles ayant un Q de Tobin élevé, lors de l'examen des 3 748 annonces de hausses de dividendes pendant la période 1969-1988. Aucune différence significative n'est cependant trouvée entre les deux catégories de firmes lors de l'examen de 431 annonces de baisses de dividendes. Pour le cas français, Calvi-Reveyron (1999) trouve, lors de l'étude de 1 342 annonces de dividendes réalisées par 449 firmes françaises sur la période 1989-1995, que le marché boursier ne réagit positivement et significativement que dans le cas des firmes exposées au risque de surinvestissement. L'accroissement du dividende n'est donc pas utilisé comme un signal dans l'objectif de satisfaire les actionnaires et d'améliorer le cours boursier mais plutôt dans celui de limiter les mauvaises utilisations des flux en excès.

Quant à la relation entre les mécanismes de gouvernance et la politique de distribution de dividendes, Chen et *al.* (2005) ne trouvent pas, sur la base des 412 entreprises cotées sur la bourse de Hong Kong entre 1995 et 1998, d'effet significatif de la proportion des administrateurs externes dans le conseil d'administration sur le montant du dividende distribué. Poulain-Rehm (2005) s'interroge aussi, dans le contexte français, sur la manière par laquelle les dirigeants actionnaires manipulent la politique de distribution de dividendes. La distribution de dividendes est affectée négativement par la propriété managériale tant dans les firmes à fortes opportunités de croissance que dans celles à faibles opportunités de croissance.

Un investissement massif dans une seule entreprise et une moins bonne diversification de leurs portefeuilles rendent les actionnaires ma-

plus importante du cours de l'action lorsque l'entreprise est en situation de surinvestissement.

² La rentabilité anormale moyenne est la différence entre le rendement observé et le rendement théorique.

oritaires plus vulnérables au gaspillage ou à une mauvaise utilisation des fonds disponibles au niveau de la firme. Cette vulnérabilité est compensée par un contrôle plus rigoureux sur les dirigeants en usant de leurs droits de vote dans les assemblées générales et en s'opposant à tout investissement jugé non opportun. Ils devraient ainsi, en l'absence de bonnes opportunités de croissance, être plus favorables à la distribution des fonds aux actionnaires (Berger et al., 1997). Toutefois, les études empiriques réalisées sur ce sujet sont contradictoires. Renneboog et Trojanowski (2007) ainsi que Pindado et De La Torre (2005) montrent, dans le contexte britannique et le contexte espagnol respectivement, que la présence des détenteurs de blocs de contrôle améliore, dans l'objectif de limiter de problème de surinvestissement, le ratio de distribution de dividendes. Par ailleurs, Mollah et al. (2000) constatent que la concentration de propriété affecte négativement le niveau des dividendes et concluent à la substituabilité de ces deux mécanismes dans la résolution du problème du *free cash flow*. Enfin, Chen et al. (2005) concluent à une relation non linéaire entre la concentration de la propriété et la distribution de dividendes. A partir d'un certain niveau de concentration de la propriété, les minoritaires demandent, pour se faire rémunérer du risque d'expropriation, à être compensés par un niveau important de dividendes.

En présence d'un problème d'agence accru entre les dirigeants et les actionnaires, les investisseurs institutionnels ne font pas toujours preuve d'activisme et préfèrent souvent se retirer du capital de l'entreprise pour investir ailleurs (Faccio et Lasfer, 2002). Deux raisons peuvent expliquer ce comportement (Renneboog et Trojanowski, 2007). La première est que les investisseurs institutionnels ne disposent pas de moyens suffisants pour contrôler toutes les firmes dans lesquelles ils investissent. La deuxième est que ces investisseurs sont naturellement attirés par les dividendes, source majeure de leur rémunération. Ils préfèrent plutôt agir sur la politique de distribution de dividendes que contrôler de près les dirigeants dans leur politique de choix d'investissements.

Dans notre étude, nous retenons comme mesure de la variable « Politique de distribution de dividendes », le taux de rendement en dividendes qui consiste à comparer le dividende par action au cours boursier de l'action³.

³ Le taux de distribution des dividendes, mesuré par le rapport entre le dividende par action et le résultat net par action, présente deux inconvénients sur le plan empirique. D'une part, il dépend du signe du bénéfice net. Une firme qui réalise un déficit mais distribue néanmoins des dividendes, présente un taux de distribution négatif. D'autre

H4 : Une distribution soutenue de dividendes, motivée principalement par une structure concentrée de l'actionnariat et une participation significative des investisseurs institutionnels dans le capital, réduit le niveau du free cash flow.

2. Méthodologie

L'objectif de notre recherche est, rappelons-le, de vérifier la capacité des mécanismes de gouvernance, dans la limitation du problème du *free cash flow*. Nous supposons qu'ils peuvent agir directement sur le niveau du *free cash flow* ou, indirectement, à travers leur impact sur les politiques d'endettement et de distribution de dividendes. Afin de répondre à cet objectif, nous avons testé les différentes hypothèses par le biais d'un modèle à équations simultanées.

2.1. Échantillon et mesure des variables

Pour construire notre échantillon, nous avons commencé par l'examen de 200 entreprises françaises non financières cotées à la bourse de Paris pour lesquelles nous disposons des rapports annuels et des documents de référence indispensables, nécessaires à la collecte des données relatives à la gouvernance de ces entreprises. Les variables relatives notamment à la structure de propriété ne sont pas toutes disponibles dans les rapports annuels des entreprises. Pour obtenir des données cylindrées, l'échantillon final de notre étude est composé de 123 entreprises non financières.

A l'instar de Miguel et Pindado (2001) et de Pindado et De La Torre (2005), nous mesurons le risque du *free cash flow* (FCF) en multipliant le *cash flow* (CF) par l'inverse du Q de Tobin ($1/Q$). Plus CF est important et le Q de Tobin faible, plus le risque de FCF est important. Pour le calcul des CF, nous avons retenu la mesure utilisée par Lehn et Poulsen (1989) : $CF = \text{résultat d'exploitation avant amortissement, intérêts et impôts} - [\text{impôts} + \text{intérêts des emprunts}] - \text{dividendes des actions ordinaires et prioritaires}$. Le *cash flow*, ainsi calculé, est rapporté à la valeur comptable des actifs de l'entreprise pour tenir compte des ef-

part, une entreprise qui réalise un faible résultat mais maintient ses dividendes d'une année à l'autre, aura un taux de distribution plus élevé. Afin de remédier à ces deux inconvénients, nous retenons le taux de rendement en dividendes qui présente comme avantage, par rapport au taux de distribution de dividendes, de ne pas éliminer les valeurs négatives.

fets liés à la taille. Quant au Q de Tobin, il est mesuré, à l'instar de Denis et *al.* (1994), dans sa version réduite, par le rapport entre la valeur marchande et la valeur comptable des capitaux propres (*Market to book ratio*)⁴. Le Q de Tobin est considéré comme étant une mesure des opportunités de croissance qui permet d'appréhender le risque anticipé du *free cash flow*. Le calcul porte sur les exercices 2003 et 2004. Afin de mesurer le risque actuel du *free cash flow* (relatif à l'exercice 2004), nous avons ainsi besoin de calculer le Q de Tobin relatif à l'exercice antérieur (2003 pour notre cas).

Selon Richardson (2002), le choix de l'utilisation du Q de Tobin de $t-1$, au lieu de celui de t , s'explique par le fait que les investissements qui sont décidés à l'instant t sont entrepris en réponse aux opportunités de croissance détectées à l'instant $t-1$. Dans le but de vérifier l'impact de ce choix, nous essayerons de comparer les résultats par l'utilisation simultanée d'un Q de Tobin relatif à l'exercice 2003 et d'un autre, relatif à 2004. Toutes les autres variables explicatives sont explicitées dans la première section et se rattachent toutes à l'exercice 2004. Elles sont résumées dans le tableau 1.

Pour expliquer le niveau de *free cash flow* des entreprises françaises, nous avons ajouté, comme variable de contrôle, la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme népérien du total actif. Dans les deux dernières équations, nous avons introduit la performance mesurée par le taux de rentabilité économique (ROA) comme variable de contrôle.

L'accroissement de la performance peut conduire à une augmentation du *cash flow*, à une distribution croissante de dividendes et à un accès plus facile à l'endettement. Dans la deuxième équation relative aux dividendes, nous avons intégré en plus de la variable ROA, celle du

⁴ Le Q de Tobin est le rapport entre la valeur de marché de l'entreprise et le coût de remplacement des actifs. Pour pallier la difficulté d'estimer le coût de remplacement des actifs, la mesure communément admise est la somme des valeurs comptables des capitaux propres et de la dette. Perfect et Wiles (1994) procèdent à la comparaison de cinq estimations différentes du Q de Tobin en prenant tantôt les valeurs de marché des éléments intervenant dans le calcul du paramètre, tantôt les valeurs comptables. Chaque estimation produit des résultats différents des autres. Ces résultats montrent, toutefois, une forte corrélation entre les différentes mesures retenues du Q de Tobin. Calculée par le rapport entre la valeur de marché des capitaux et leur valeur comptable (*Market to book ratio*), cette version réduite du Q de Tobin peut être considérée comme une estimation « acceptable » de la présence ou non de bonnes opportunités d'investissement. Dans le contexte français, Poincelot (1999) ne trouve pas non plus de différences majeures dans les résultats que l'on l'intègre ou non la valeur de la dette dans le calcul du Q de Tobin.

cash flow brut (CFB). La disponibilité de ces fonds offre à la société la possibilité d'une distribution soutenue des dividendes.

Tableau 1 – Définitions et mesures des différentes variables

Variables liées au <i>free cash flow</i>			
	FCF1	<i>Free cash flow</i>	$FCF1 = CF^* (1/Q_{2003})$
	FCF2		$FCF2 = CF^* (1/Q_{2004})$
Variables explicatives			
politique financière	END	Taux d'endettement financier	END = Dettes financières / total Passif
	DIV	Taux de rendement en dividendes	DIV = Dividendes / cours boursier
Conseil d'administration	TCA	Taille du conseil d'administration	TCA : Nombre des administrateurs qui siègent au conseil d'administration.
	CUMUL	Cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration	CUMUL : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 lorsque les deux postes sont occupés par une même personne et 0 le cas échéant.
	PADM	Participation des administrateurs dans le capital	PADM : Pourcentage du capital détenu par les administrateurs non dirigeants, augmenté de la participation des entreprises qu'ils représentent.
	ADMEX	Présence des administrateurs externes	ADMEX : Proportion des administrateurs externes indépendants
Structure de propriété	PMAN	Propriété managériale	PMAN : Pourcentage du capital détenu par les dirigeants
	PINST	Propriété institutionnelle	PINST : Proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels.
	BLOC20	Concentration de propriété	BLOC20 : Pourcentage du capital détenu par les gros actionnaires (au moins 20%).
	BLOC5		BLOC5 : Pourcentage du capital détenu par les actionnaires détenant plus de 5% du capital.
	P5ACT		P5ACT : Pourcentage du capital détenu par les cinq premiers actionnaires.
Variables de contrôle			
	ROA	Performance	ROA : Taux de rentabilité économique = Résultat économique net / Total actif
	IMM	Immobilisation	IMM = Valeur comptable nette des immobilisations corporelles / Total actif
	FB	<i>Cash flow</i> brut	CFB = <i>Cash flow</i> avant distribution des dividendes / Total actif
	TAILLE	Taille de l'entreprise	TAILLE = Logarithme népérien du total actif

Dans la troisième équation relative à l'endettement, nous avons ajouté, comme variable de contrôle, le poids des immobilisations corporelles dans l'actif total (IMM). Les immobilisations corporelles accroissent, à travers les garanties qu'elles représentent, la capacité d'endettement de l'entreprise (Agrawal et Knoeber, 1996 ; Berger et *al.*, 1997).

2.2. *Modèle*

Afin de tester nos hypothèses, nous avons choisi d'utiliser un modèle à équations simultanées⁵. Ce choix peut être expliqué par l'effet indirect de certains mécanismes de gouvernance sur le *free cash flow*. Plusieurs travaux, comme ceux de Calvi-Reveyron (1999), de Wu (2004) et de Poulain-Rehm (2005), montrent que les firmes tentent de réduire leur niveau de *free cash flow* par la variation de leur niveau d'endettement et de dividendes. Par ailleurs, et comme le signalent plusieurs auteurs comme Agrawal et Jayaraman (1994) et Fenn et Liang (2001), il existe une relation de substitution entre la politique d'endettement et la politique de distribution de dividendes. Notre modèle vérifie ainsi, dans une première équation, l'effet de l'ensemble des mécanismes sur le niveau du *free cash flow* et tient compte, dans une deuxième et une troisième équation, de l'effet des caractéristiques du conseil d'administration et de la structure de propriété sur la distribution des dividendes, ainsi que sur le recours à l'endettement. Devant l'interaction présumée entre l'endettement et la distribution des dividendes, nous avons jugé nécessaire de les introduire respectivement et alternativement en tant que variables endogène et exogène dans les deux dernières équations.

Pour pouvoir comparer l'effet direct et indirect (à travers l'impact sur les politiques d'endettement et de distribution de dividendes) des mécanismes de gouvernance sur le niveau du *free cash flow*, nous procéderons à l'introduction des variables de gouvernance dans les trois équations.

⁵ Pour pouvoir appliquer le modèle à équations simultanées, nous avons vérifié les conditions d'ordre et de rang. La condition d'ordre est vérifiée, pour une équation donnée, dès lors que le nombre de variables endogènes et de variables exogènes exclues est supérieur ou égal au nombre d'équations moins une. Les conditions de rang garantissent qu'il n'y a qu'une seule solution à la résolution de la forme réduite du système d'équation et, par conséquent, qu'une seule solution à l'estimation des paramètres de la forme structurelle du modèle. Elles sont plus difficiles à exposer de manière intuitive mais, comme le souligne Greene (1997), il est extrêmement rare qu'un système qui remplit les conditions d'ordre ne remplisse pas les conditions de rang. L'application de ces critères dans les trois équations montre que notre système est identifiable.

Notre système d'équations simultanées s'écrit alors comme suit :

$$\begin{aligned} \text{FCF} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ END} + \alpha_2 \text{ DIV} + \alpha_3 \text{ TCA} + \alpha_4 \text{ CUMUL} + \alpha_5 \\ & \text{PADM} + \alpha_6 \text{ ADMEX} + \alpha_7 \text{ PMAN} + \alpha_8 \text{ PINST} + \alpha_9 \text{ BLOC20} + \alpha_{10} \\ & \text{TAILLE} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{DIV} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ END} + \beta_2 \text{ TCA} + \beta_3 \text{ CUMUL} + \beta_4 \text{ PADM} + \beta_5 \\ & \text{ADMEX} + \beta_6 \text{ PMAN} + \beta_7 \text{ PINST} + \beta_8 \text{ BLOC20} + \beta_9 \text{ ROA} + \beta_{10} \\ & \text{CFB} + \varepsilon_2 \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{END} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{ DIV} + \gamma_2 \text{ TCA} + \gamma_3 \text{ CUMUL} + \gamma_4 \text{ PADM} + \gamma_5 \\ & \text{ADMEX} + \gamma_6 \text{ PMAN} + \gamma_7 \text{ PINST} + \gamma_8 \text{ BLOC20} + \gamma_9 \text{ ROA} + \gamma_{10} \\ & \text{IMM} + \varepsilon_3 \end{aligned} \quad (3)$$

Afin d'estimer notre modèle, nous avons choisi d'appliquer la méthode de *Three-Stage Least Squares* (3SLS). Contrairement à *Two-Stage Least Squares* (2SLS), cette méthode tient compte de la dépendance entre les termes d'erreurs et permet d'estimer toutes les équations simultanément et non chacune d'elles séparément

3. Résultats

3.1. Statistiques descriptives

Dans le tableau 2, nous avons décomposé notre échantillon en deux groupes d'entreprises selon que leur niveau de *free cash flow* soit inférieur ou supérieur à la moyenne (0,0287). Pour chaque groupe, nous avons calculé la moyenne, l'écart-type, le maximum et le minimum de chaque variable pouvant caractériser les entreprises. Le test de Fisher est réalisé dans l'objectif de voir si les moyennes obtenues au niveau de chaque variable sont significativement différentes entre les deux groupes.

Tableau 2 – *Moyenne et test de différences de moyenne des variables continues chez les firmes ayant un niveau faible de FCF et celles ayant un niveau élevé de FCF*

Variables		Total échantillon (Nb = 123)	Entreprises ayant un niveau faible de FCF (Nb = 61)	Entreprises ayant un niveau élevé de FCF (Nb = 62)	Test F (p-value)
END	Moyenne	0,229	0,216	0,243	6,583*** (0,012)
	Ecart-type	0,147	0,167	0,123	
	Minimum	0	0	0,243	
	Maximum	0,58	0,58	0,5	
DIV	Moyenne	0,023	0,015	0,031	2,052** (0,155)
	Ecart-type	0,064	0,013	0,09	
	Minimum	0	0,015	0	
	Maximum	0,71	0,05	0,71	
TCA	Moyenne	0,921	0,924	0,918	2,510** (0,116)
	Ecart-type	0,203	0,187	0,219	
	Minimum	0,48	0,48	0,48	
	Maximum	1,3	1,3	1,26	
PADM	Moyenne	0,158	0,129	0,188	6,142*** (0,015)
	Ecart-type	0,241	0,216	0,263	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,96	0,96	0,188	
ADMEX	Moyenne	0,411	0,409	0,414	0,112 (0,738)
	Ecart-type	0,241	0,237	0,247	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	1	1	0,87	
PMAN	Moyenne	0,189	0,204	0,173	0,183 (0,67)
	Ecart-type	0,246	0,254	0,239	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,92	0,92	0,77	
PINST	Moyenne	0,128	0,117	0,138	2,576* (0,111)
	Ecart-type	0,242	0,211	0,271	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,87	0,83	0,87	
BLOC20	Moyenne	0,357	0,324	0,389	0,737 (0,392)
	Ecart-type	0,892	0,283	0,293	
	Minimum	0	0	0	
	Maximum	0,96	0,96	0,87	
ROA	Moyenne	0,082	0,063	0,101	0,496 (0,482)
	Ecart-type	0,141	0,154	0,125	
	Minimum	0	-0,38	0	
	Maximum	0,78	0,77	0,78	
IMM	Moyenne	0,191	0,142	0,24	3,972*** (0,049)
	Ecart-type	0,179	0,155	0,188	
	Minimum	0,01	0,01	0,01	
	Maximum	0,96	0,96	0,87	
TAILLE	Moyenne	2,943	2,905	2,982	1,296 (0,264)
	Ecart-type	0,963	1,018	0,911	
	Minimum	0,69	0,69	0,91	
	Maximum	4,98	4,98	4,93	

*** significativité au seuil de 1 %, ** significativité au seuil de 5 %, * significativité au seuil de 10 %.

La lecture du tableau 2 montre que les entreprises ayant un niveau élevé de *free cash flow*, au nombre de 62, se distinguent de celles ayant un niveau faible de *free cash flow*, au nombre de 61. Elles sont, en ef-

fet, plus endettées, offrent un meilleur rendement des actions en dividendes, disposent d'un conseil d'administration de plus petite taille et sont davantage détenues par ses administrateurs non dirigeants et par les investisseurs institutionnels que les entreprises ayant un niveau faible de *free cash flow*. Ces statistiques laissent supposer que les mécanismes de gouvernance sont activés, dès lors que le niveau du *free cash flow* atteint un certain niveau. Pour les autres variables, les différences de moyennes ne sont pas significatives, sauf au niveau des immobilisations corporelles rapportées à l'actif total, qui sont plus importantes chez les firmes ayant un niveau élevé de *free cash flow*.

3.2. Résultats relatifs à la relation entre endettement, distribution des dividendes et niveau du *free cash flow*⁶

Un premier constat est que le recours à l'endettement n'affecte pas significativement le niveau du *free cash flow*. Néanmoins, le signe négatif et significatif au seuil de 1 % du coefficient α_2 permet de montrer le rôle important joué par la distribution des dividendes dans la réduction du niveau de *free cash flow*⁷. Ce résultat, qui corrobore ceux de Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993), Lang et al. (1996) et de Gugler (2003), permet d'affirmer que la distribution massive des dividendes limite la gestion discrétionnaire des flux excédentaires et réduit, *ipso facto*, le niveau du *free cash flow*. La lecture du tableau 3 nous permet d'affirmer que le recours à l'endettement, non seulement ne permet pas de réduire le niveau du *free cash flow*, mais également n'agit pas sur le niveau de distribution des dividendes⁸. Son coefficient dans la deuxième équation est positif et non significatif et nous laisse donc présager un seul sens de causalité entre la distribution des dividendes et le recours à l'endettement dans la mesure où la distribution des dividendes affecte positivement et significativement le niveau d'endettement de l'entreprise. Ce résultat, contradictoire avec celui de

⁶ La matrice de corrélation entre les variables explicatives ne décèle aucun problème de colinéarité.

⁷ Nous avons limité les résultats présents dans ce tableau seulement au *free cash flow* calculé sur la base du Q de Tobin de 2003. L'utilisation du Q de Tobin de 2004 n'entraîne pas de changements majeurs dans les coefficients relatifs à chaque variable explicative. De la même manière, nous nous sommes contentés de BLOC20 dans la mesure de la variable « concentration de propriété ». Son remplacement par BLOC5 ou par P5ACT a conduit à des résultats moins intéressants en termes de significativité.

⁸ Le retrait de la variable CUMUL, seule variable binaire de l'équation, ne modifie pas sensiblement les résultats.

Lang et al. (1996) dans le contexte américain et celui de Wu (2004) dans le contexte japonais, peut être expliqué par le fait que les entreprises françaises font davantage appel à l'endettement pour assurer à leurs actionnaires une distribution honorable de dividendes même en cas de mauvaise performance. Dans ce cas, l'endettement peut être considéré, conformément à Poincelot (1999), plutôt comme un paramètre manipulé par les dirigeants qu'un véritable outil de contrôle utilisé par les actionnaires.

Tableau 3 – Résultats du système d'équations simultanées (méthode 3SLS)

Variables explicatives	FCF	DIV	END
END	0,213 (0,62)	0,067 (0,75)	
DIV	- 5,648*** (-3,00)		7,532*** (3,27)
TCA	0,325*** (2,22)	0,064** (2,02)	- 0,457** (-1,96)
CUMUL	- 0,152** (- 2,52)	- 0,022* (- 1,89)	0,177** (2,16)
PADM	- 0,502*** (- 2,52)	- 0,096*** (- 2,93)	0,748*** (3,04)
ADMEX	-0,184 (- 1,55)	-0,041 (-1,47)	0,356** (2,53)
PMAN	- 0,403** (- 2,27)	- 0,083** (- 2,47)	0,684*** (2,82)
PINST	-0,101 (- 1,02)	-0,017 (- 0,66)	0,102 (0,81)
BLOC20	0,513*** (2,78)	0,088*** (3,46)	- 0,689*** (- 2,83)
ROA		- 0,042*** (-3,16)	0,227** (2,11)
TAILLE	0,037 (1,59)		
IMM			0,221 (1,54)
CFB		0,002 (0,05)	
Constante	0,037 (1,59)	-0,016 (- 0,48)	0,171 (0,601)
R2	40,26 %	36,58 %	25,52 %

*** significativité au seuil de 1 %, ** significativité au seuil de 5 %, * significativité au seuil de 10 %.

3.3. Résultats relatifs à la relation entre mécanismes de gouvernance, politiques d'endettement et de distribution de dividendes et niveau du *free cash flow*

D'après nos résultats, la taille du conseil d'administration affecte positivement et significativement le niveau du *free cash flow*. Une taille importante du conseil permet, conformément à notre hypothèse 1, d'accroître les conflits et les collusions internes. L'absence d'une harmonie entre les idées des membres du conseil ne peut qu'accroître la marge de manœuvre du dirigeant, favoriser le gaspillage des fonds et aggraver ainsi le problème du *free cash flow* (Forbes et Milliken, 1999). Par ailleurs, nous trouvons qu'un conseil d'administration de grande taille agit, contrairement à notre hypothèse 3, positivement mais faiblement sur la distribution de dividendes et négativement mais significativement, sur le recours à l'endettement. Comme nous l'avons dit précédemment, l'endettement n'agit pas, pour le cas des entreprises françaises, sur le niveau du *free cash flow*. Ces différents résultats montrent que le niveau d'endettement n'est certainement pas motivé par la volonté d'exercer un contrôle sur les dirigeants.

Le signe de la variable relative au cumul des fonctions du directeur général et du président du conseil par la même personne ne peut que conforter l'idée selon laquelle l'endettement est plutôt, contrairement à notre hypothèse 3, une variable manipulée par les dirigeants qu'un outil de contrôle des dirigeants. Le tableau 3 montre, en effet, que le cumul des fonctions de président et de directeur général exerce un effet positif et significatif au seuil de 5 % (0,177) sur le niveau de la dette financière et un effet négatif mais faible (-0,022) sur celui de distribution de dividendes. Le cumul des fonctions accroît la marge de manœuvre du dirigeant qui peut s'enraciner par l'accroissement des ressources sous son contrôle et la mise en place d'une politique adéquate d'endettement. L'accroissement du niveau du risque financier par une équipe dirigeante par recours à l'endettement peut avoir pour effet de dissuader des concurrents de prendre le contrôle de l'entreprise. Toutefois, il est important de noter que le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil d'administration, s'il ne favorise pas une distribution soutenue de dividendes, permet de limiter le niveau du *free cash flow*. L'objectif de restreindre la distribution de dividendes n'est nécessairement pas celui d'accroître les flux excédentaires à sa discrétion.

Le même résultat est obtenu lorsque les administrateurs ou les dirigeants détiennent une part importante du capital de l'entreprise. La présence des administrateurs-actionnaires (PADM) et des dirigeants-

actionnaires (PMAN) dans le capital permet une utilisation plus efficace des flux excédentaires et une meilleure maîtrise du niveau de *free cash flow*. Les effets négatifs et significatifs de ces deux variables sur la politique de distribution des dividendes, moins importants que leurs effets observés sur le niveau du *free cash flow* montrent la volonté des administrateurs et des dirigeants actionnaires d'agir, conformément à notre hypothèse 1, plutôt directement sur le niveau des flux excédentaires (équation 1) qu'indirectement par une distribution soutenue des dividendes (équation 2). Leur présence favorise *a contrario* le recours à l'endettement qui, dans notre cas, n'agit pas sur le niveau du *free cash flow*. Ces résultats montrent, encore une fois, que l'endettement n'est pas motivé par la volonté d'exercer un contrôle, mais réalisé pour d'autres raisons, qui peuvent être fiscales ou liées à l'effet de levier, par exemple. Ils confirment toutefois l'idée de Poulain-Rehm (2005), selon laquelle les dirigeants-actionnaires adaptent leurs politiques d'endettement et de distribution des dividendes en fonction des opportunités d'investissement qui se présentent.

Nos résultats montrent que, la présence des investisseurs institutionnels tout comme celle des administrateurs externes au conseil d'administration n'ont pas d'effet significatif direct sur le niveau du *free cash flow* et indirect sur le niveau de distribution de dividendes. Ces administrateurs, en effet, comme le présument Charreaux et Pitol-Belin (1990), ne peuvent pas formuler des bons jugements sur la situation financière de l'entreprise, du fait qu'ils ne disposent pas de tous les détails nécessaires et qu'ils se basent souvent sur des informations publiques. Une telle situation les handicape dans la prise de bonnes décisions et la formulation des solutions pour une gestion efficace des fonds disponibles. Dans le cas où les administrateurs externes peuvent accéder plus facilement, dans certains conseils d'administration, aux informations privées, ils ne disposent pas tous, comme le font remarquer Jeanjean et Stolowy (2006), d'une compétence en comptabilité et en finance qui leur permet de déceler une situation de *free cash flow*. Le seul effet significatif observé pour la présence des administrateurs externes au conseil d'administration est celui exercé sur le niveau d'endettement. Cet effet est positif et montre ainsi le caractère non substituable de ces deux mécanismes de gouvernance. Nos hypothèses 1 et 3 ne sont donc pas confirmées, lorsqu'il s'agit de la présence d'administrateurs externes dans le conseil d'administration.

Contrairement à notre hypothèse 2, la concentration de la propriété (BLOC20) agit positivement et significativement sur le niveau du *free cash flow*. Trois explications peuvent être apportées à ce résultat. La

première est que les actionnaires majoritaires poussent la firme à s'engager dans des investissements qui leur sont rentables avec des firmes qui leur sont affiliées ou qui sont sous leur contrôle. La deuxième explication est liée à l'accès limité de ces investisseurs à toutes les informations détenues par les dirigeants. Comme le soulignent Pindado et De La Torre (2005) et Del Brio et al. (2003), les détenteurs de blocs de contrôle externes, aussi importants qu'ils soient, ne maîtrisent pas les éléments nécessaires pour le calcul du montant de *free cash flow* et ne peuvent donc le limiter. La troisième explication est qu'une relation étroite que les détenteurs de blocs de contrôle entretiennent parfois avec des dirigeants bien enracinés, ne leur permet pas de les désavouer dans leurs choix (Alexandre et Paquerot, 2000). Leur présence agit toutefois et conformément à notre hypothèse 4, positivement sur la distribution de dividendes. Ce résultat est conforme à ceux de Renneboog et Trojanowski (2007) et de Pindado et De la Torre (2005), qui trouvent, dans les contextes britannique et espagnol respectivement, que les détenteurs de blocs de contrôle encouragent la distribution des flux discrétionnaires sous forme de dividendes. Ce choix ne se ferait-il pas alors dans le but d'éviter la confrontation avec les actionnaires minoritaires ?

Contrairement à Wu (2004), aucune conclusion ne peut être tirée quant à l'effet direct de la participation institutionnelle dans le capital sur le niveau du *free cash flow* ou quant à l'effet indirect sur les politiques d'endettement ou de distribution des dividendes, dès lors que les coefficients relatifs sont non significatifs dans les trois équations. Nos hypothèses 2 et 4 ne sont donc pas confirmées, lorsqu'il s'agit de la participation des investisseurs institutionnels dans le capital.

Au niveau des variables de contrôle, le coefficient relatif à la performance économique (ROA) est significativement négatif, mais faible, sur le taux de rendement en dividendes et significativement positif au seuil de 5 % sur le niveau d'endettement. Un tel résultat montre que l'amélioration de la performance conduit très logiquement à l'accroissement de la capacité d'endettement de l'entreprise. L'effet négatif et significatif du ROA sur le taux de rendement en dividende reste, toutefois, sans explication. Le coefficient associé à la variable CFB (qui représente les fonds disponibles dans l'entreprise avant distribution des dividendes dans l'équation 2), celui de la variable IMM (qui représente le poids des immobilisations corporelles dans l'actif total dans l'équation 3) et, enfin, celui de la variable TAILLE (taille de l'entreprise) ne sont pas significatifs

Conclusion

L'objectif de notre étude est de tester l'efficacité de principaux mécanismes de gouvernance dans la limitation du niveau de *free cash flow* dans les entreprises françaises. Elle consiste à comparer, d'une part, l'impact direct des caractéristiques du conseil d'administration et de la structure de propriété sur le niveau du *free cash flow*, et, d'autre part, l'impact indirect de ces mécanismes à travers leur effet sur les politiques d'endettement et de distribution de dividendes. A cet effet, nous avons construit un système d'équations simultanées. L'estimation de ce système par la méthode 3SLS sur un échantillon de 123 entreprises cotées à la bourse de Paris en 2004 a mis en exergue le rôle de certains mécanismes dans la réduction du niveau de *free cash flow*.

Nos résultats suggèrent que la solution pour réduire le niveau de *free cash flow* dans les entreprises françaises est la distribution des dividendes. Les variables relatives à la participation des administrateurs externes et des dirigeants dans le capital ainsi que celle relative au cumul des fonctions de directeur et de président du conseil d'administration agissent plutôt directement sur le niveau du *free cash flow*, et moins indirectement puisqu'elles défavorisent une distribution soutenue de dividendes. Il n'est pas donc toujours vrai, au regard de notre résultat, que le cumul des fonctions de président du conseil et du directeur général renforce le pouvoir de ce dernier, qui peut restreindre la distribution de dividendes afin d'accroître les fonds excédentaires à sa discrétion. Par ailleurs, la grande taille du conseil d'administration ainsi que la présence de détenteurs de blocs de contrôle dans le capital, bien qu'elles affectent positivement et sensiblement le niveau du *free cash flow*, ne favorisent que faiblement la croissance du dividende. Notons enfin que nous devons relativiser la portée de nos résultats empiriques dans la mesure où la période d'analyse se limite à la seule année 2004. Certains mécanismes de gouvernance devraient être également rajoutés, comme par exemple le comité d'audit à qui revient, entre autres, le choix de l'auditeur externe. Sa composition, son degré d'indépendance et l'expérience de ses membres dans le domaine de la finance sont des caractéristiques non négligeables pour traiter la question de l'allocation des fonds internes dans les entreprises.

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° 2, p. 139-148.
- Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, p. 377-397.
- Agrawal A. et Mandelker G.N. (1992), « Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance », *Managerial and Decisions Economics*, vol. 13, p. 15-22.
- Alexandre H. et Paquerot M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 2, p. 5-29.
- Andrés P., López F.J. et Rodríguez J.A. (2005), « Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firms Panel Data Analysis », *Applied Financial Economics*, vol. 15, n° 6, p. 391-407.
- Bhattacharya S. (1979), « Imperfect Information Dividend Policy and the Bird in the Fallacy », *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 10, p. 259-270.
- Berger P., Ofek E. et Yermach D. (1997), « Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, p. 1411-1438.
- Calvi-Reveyron M. (1999), « Risque de surinvestissement, signalisation et annonce du dividende : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 3, p. 115-145.
- Charreaux G. et Pitol-Belin J. (1990), *Le conseil d'administration*, Vuibert.
- Chen Z., Cheung Y.L., Stouraitis A. et Wong A.W.S. (2005), « Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 4, p. 431-449.
- De Jong A. et Dijk R.V. (2007), « Determinants of Leverage and Agency Problems: A Regression Approach with Survey Data », *European Journal of Finance*, vol. 13, n° 6, p. 565-593.
- Del Brio E., Perote J. et Pindado J. (2003), « Measuring the Impact of Corporate Investment Announcements on Share Prices: the Spanish Experience », *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 30, p. 715-747.
- Denis D.J., Denis D.K. et Sarin A. (1994), « The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signalling, Over investment, and Di-

- vidend Clienteles », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29, p. 567-587.
- Faccio M., Lasfer M.A. (2002), « Institutional Shareholders and Corporate Governance: The Case of U.K. Pension Funds », in: J. McCahery, P. Moerland, T. Raaijmakers, and L. Renneboog, (eds.) *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University Press.
- Fenn G.W. et Liang N. (2001), « Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 1, p. 45-72.
- Forbes D.P. et Milliken F.J. (1999), « Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision Making Groups », *Academy of Management Review*, vol. 24, p. 489-505.
- 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, p. 125-160.
- Greene W.H. (1997), *Econometric analysis*, Prentice-Hall.
- Gugler K. (2003), « Corporate Governance, Payout Policy and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment », *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 7, p. 1297-1321.
- Jeanjean T. et Stolowy H. (2006), « Analyse des déterminants de la compétence financière des conseils d'administration en France », *27ème congrès de l'AFC*, Tunis 10-12 mai.
- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- Jensen M.C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, p. 821-880.
- Lang L.H.P. et Litzberger R.H. (1989), « Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 181-191.
- Lang L.H.P., Ofek O. et Stulz R.M. (1996), « Leverage, Investment, and Firm Growth », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 3-29.
- Lasfer M. (2002), « Board Structure and Agency Costs », *EFMA 2002 London Meeting*, Cass Business School Research paper.
- Lehn K. et Poulsen A.B. (1989), « Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions », *Journal of Finance*, vol. 44, p. 771-787.

- Lipton M. et Lorsh J. (1992), « A Modest Proposal for Improved Corporate Governance », *Business Lawyer*, vol. 48, n° 1, p. 59-77.
- McConnell J. et Servaes H. (1995), « Equity Ownership and Two Faces of Debt », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 131-157.
- Miguel A. et Pindado J. (2001), « Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n° 1, p. 77-99.
- Miller M.H. et Rock K. (1985), « Dividend Policy under Asymmetric Information », *Journal of Finance*, vol. 40, p. 1031-1051.
- Mollah A.S, Keasey K. et Short H. (2000), « The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange », *European Network of Bangladesh Studies Sixth Workshop*, May 14-16, University of Oslo, Norway.
- Perfect S.B. et Wiles K.W. (1994), « Alternative Constructions of Tobin's q: an Empirical Comparison », *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, p. 313-341.
- Pindado J. et De La Torre C. (2005), « A Complementary Approach to the Financial and Strategy Views of Capital Structure: Theory and Evidence from the Ownership Structure », SSRN Working paper.
- Poincelot E. (1999), « Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégagant du *free cash flow* », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, p. 75-89.
- Poulain-Rehm T. (2005), « La politique de financement des entreprises patrimoniales et familiales cotées : un test de la théorie du *free cash flow* », *La Revue du Financier*, n° 153, juillet.
- Renneboog L. et Trojanowski G. (2007), « Control Structure and Payout Policy », *Managerial Finance*, vol. 33, n° 1, p. 43-46.
- Richardson S., (2002), « Corporate Governance and the Overinvestment of Surplus Cash », job talk paper, University of Michigan Business School.
- 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, p. 263-292.
- Wu L. (2004), « The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms with the Agency Cost of Free Cash Flow », EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- Yoon P. et Starks L. (1995), « Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements », *Review of Financial Studies*, vol. 8, p. 995-1018.