

Gouvernance familiale et politique de distribution aux actionnaires

Patrice CHARLIER

HuManiS (EA 1347), Humans and Management in Society, École de Management Strasbourg, Université de Strasbourg

Céline DU BOYS

CERGAM, IMPGT, Université Paul Cézanne - Aix Marseille III,

*Classification JEL : G30, G32, G35, L20 – Réception : Avril 2010 ;
Acceptation : septembre 2010*

Correspondance : patrice.charlier@em-strasbourg.eu ; celine.dubois@univ-cezanne.fr

Résumé : L'objectif de cette étude est d'analyser la relation entre les politiques de distribution des entreprises familiales cotées et deux grands types de conflits d'agence dans les entreprises familiales, entre actionnaires et dirigeant (type I), et entre actionnaires majoritaires et minoritaires (type II). Les résultats sur les entreprises du SBF 250 montrent que les montants distribués sont liés à ces deux composantes du conflit d'agence, qui est globalement moins fort dans les entreprises familiales.

Mots clés : dividende – gouvernance familiale – conflits d'agence type I et II – théorie du signal – biais comportementaux.

Abstract: This paper studies payout policies of listed family firms. The recent evolution of family firm models allows for a study of two types of agency conflicts, the one between shareholders and the manager (type I), and the one between majority and minority shareholders (type II). Our results show that payout policies are related to the intensity of the two types of agency conflicts which are overall weaker than in non family firms.

Keywords: dividend – family governance – agency problems I and II – signaling theory – behavioral bias.

L'actualité économique montre bien que les distributions de dividende restent une décision financière mal comprise, tant par l'opinion publique que par la communauté scientifique. Cet article cherche à apporter un éclairage particulier sur ces questions en se penchant sur le cas des entreprises familiales. Ces dernières distribuent effectivement moins que les entreprises non familiales. La compréhension de cette observation peut permettre d'apporter une pierre à la résolution du fameux « *dividend puzzle* » et de mieux comprendre le fonctionnement et les spécificités des entreprises familiales.

Traditionnellement, les études opposaient un type d'entreprise familiale aux autres structures actionnariales. Cependant, depuis les articles de Burkart et *al.* (2003) et de Villalonga et Amit (2006), on distingue plusieurs formes d'entreprises familiales selon les combinaisons possibles entre contrôle et direction, suivant qu'ils soient familiaux ou non. Cette nouvelle conception de l'entreprise familiale amène à étudier deux composantes du conflit d'agence, le conflit actionnaire-dirigeant (type I) et le conflit actionnaires majoritaires-minoritaires (type II). L'approche de l'entreprise familiale en termes de conflits d'agence, permet de se positionner dans le cadre théorique de l'agence et de la gouvernance d'entreprise pour mieux comprendre les politiques de distribution de ces entreprises.

Cet article constitue ainsi la première étude française à s'intéresser aux politiques de distribution des entreprises familiales en fonction des deux types de conflits d'agence qui y sont présents et à les comparer aux entreprises non familiales. L'article est structuré de la manière suivante. La première partie est consacrée à une revue de la littérature. Les recherches sur les spécificités des entreprises familiales, en particulier en termes de conflits d'agence, et sur les distributions de dividendes sont ainsi brièvement présentées et permettent d'aboutir à plusieurs hypothèses de recherche. La méthodologie et les résultats sont présentés dans une deuxième partie. Enfin, la troisième partie est consacrée à une discussion sur le rôle de la structure de gouvernance familiale dans la détermination des politiques de distribution.

1. Actionnariat familial, conflits d'agence et politique de distribution

L'observation des politiques de distribution et du fonctionnement des entreprises familiales met en avant les spécificités de ces dernières. La littérature associe souvent la compréhension des politiques de dividendes à l'étude des conflits d'agence et, plus récemment, à la gouvernance d'entreprise. Dans ce cadre, les spécificités des entreprises familiales en termes de conflits d'agence offrent une explication intéressante à leurs politiques de distribution.

Dans cette perspective, l'article débute par une revue de la littérature et s'intéresse aux spécificités de l'actionnariat familial, aux conflits d'agence présents dans les entreprises familiales et, enfin, aux liens entre conflits d'agence et politique de distribution. Cette revue de littérature offre ainsi un cadre théorique original à l'étude des politiques de distribution des entreprises familiales, qui permet d'aboutir à la proposition de plusieurs hypothèses de recherche.

1.1. Les spécificités de l'actionnariat familial

Une première spécificité vient des valeurs de la famille, parmi lesquelles on trouve la volonté de transmettre un patrimoine aux descendants. Hau et Stoskopf (2005) relatent l'existence de dispositifs explicites obligeant les héritiers à poursuivre la limitation des dividendes distribués et le réinvestissement d'une large partie des bénéfices réalisés, dans leur étude historique sur les dynasties alsaciennes. Pour Christian Peugeot¹, « *l'entreprise ne nous appartient pas, au sens où elle a été développée par nos ancêtres : nous avons collectivement le sentiment de devoir transmettre l'entreprise* ». Cette considération de pérennité donne un horizon de long terme aux décisions de l'entreprise et permet un « *enracinement positif* » du dirigeant familial selon Pichard-Stamford (2002) ou Charlier et

¹ Interview de Bloch A. et Chabaud D. (2010), « Christian Peugeot et PSA, une affaire de famille », *Revue française de gestion*, n° 200, p. 189-193.

Lambert (2008), qui peut alors s'affranchir plus facilement de la dictature du court terme.

Cette volonté de transmettre un patrimoine amène à une diversification limitée du risque financier et un coût du capital plus élevé selon Demsetz et Lehn (1985). Cette deuxième spécificité se traduit par une gestion moins risquée en matière d'investissement, de financement ou d'innovation. Pour Donckels et Fröhlich (1991), le comportement stratégique des entreprises familiales est plutôt conservateur, ce qui peut les empêcher d'adopter de nouveaux principes de management plus productifs (Gulbrandsen, 2005). Cette stratégie de prudence amène aussi l'actionnaire familial à contrôler plus étroitement les dirigeants, comme le pratique par exemple la famille Peugeot, qui n'hésite pas à changer le président du directoire lorsqu'elle l'estime nécessaire. En matière de financement, on constate généralement une aversion à la dette (Allouche et Amann, 1998) et une tendance au réinvestissement des dividendes (Gallo, 1994).

C'est ce qui représente une troisième spécificité des entreprises familiales, que Habbershon et al. (1999) nomment « *familiness* » et qui correspond aux « *ressources uniques que possède une entreprise suite aux systèmes d'interactions entre la famille, les membres de la famille et l'activité* ». Amann (2003) parle d'« *affectio-familiaris* » et Allouche et Amann de « *confiance* ». Ainsi, Patrick Daher estime que « *la force d'une entreprise familiale, ce n'est pas son métier mais sa culture, qui se transmet de génération en génération*² ». Les premières études sur les entreprises familiales basées sur la théorie de l'agence partaient de l'hypothèse d'absence de conflit d'intérêt entre le dirigeant, familial, et l'actionnaire, familial. De ce fait, l'entreprise familiale correspondait au cas où la théorie de l'agence n'était pas vérifiée et où on se trouvait en réalité dans une situation d'intendance, au sens de la *Stewardship Theory*. Celle-ci suppose que les intérêts du principal et de l'agent étant identiques, il n'y a pas de conflit d'agence de type I, l'intendant agissant par nature dans le sens du principal (Donaldson et Davis, 1991 ; Sharma, 2004). Dans cette hypothèse d'alignement des préférences, la logique du contrôle cède la place à une logique

² L'Expansion, « Les familles qui tiennent la France », juin 2010, p. 44.

d'accompagnement. Pour Donaldson et Davis, la fusion des fonctions de « chairman » et de « CEO » permet de meilleurs rendements. Toutefois, cette théorie se focalisant sur la relation dirigeant-actionnaire n'appréhende pas le conflit d'agence de type II, entre actionnaires majoritaires et minoritaires, qui constitue une variable importante dans la politique de distribution des sociétés cotées.

Une quatrième spécificité est liée à leurs relations d'agence selon Schulze et al. (2003) : « *agency relationships in family firms are distinctive because they are embedded in the parent-child relationships found in the household, and so are characterized by altruism*³ ». Ce rôle a longtemps été envisagé sous son seul angle positif : « *les entreprises familiales sont les unités de production d'altruisme les plus efficaces* » selon Stark (1989). On est proche ici de la lecture positive de la théorie de l'agence proposée par Charreaux (1999) et appliquée aux entreprises familiales par Charlier et Lambert (2009). Toutefois, pour Schulze et al., le désir de maximiser le bien-être familial peut contraindre les dirigeants des entreprises familiales à prendre des actions qui créent des coûts d'agence positifs. Pour Hirigoyen (2009), l'altruisme serait assimilable à un biais comportemental susceptible d'affecter la performance de l'entreprise. L'altruisme constituerait ainsi un mode de gouvernance de l'entreprise familiale plus ou moins efficace selon son degré de symétrie entre les acteurs familiaux impliqués dans l'entreprise (Hirigoyen, 2009).

En outre, Sharma (2004) et Westhead et Howorth (2007) considèrent que l'entreprise familiale n'est pas une entité homogène, comme l'ont montré ces dernières années les désaccords publics sur la stratégie du groupe familial entre les cousins de la famille de Wendel. Cela montre bien qu'il n'y a pas une fonction d'utilité unique pour l'ensemble des parties prenantes comme l'indique Hirigoyen (2009). Ainsi, en cas de mésentente entre les actionnaires familiaux actifs et passifs, ces derniers exigent des distributions plus importantes. Cette

³ « Les relations d'agence dans les entreprises familiales sont particulières car elles sont ancrées dans des relations de type parent-enfant qu'on retrouve dans les ménages, et sont donc caractérisées par l'altruisme ».

difficulté peut être diminuée par l'établissement d'une « *charte familiale* » fixant les règles du partage des pouvoirs et des rôles (Gersick et *al.*, 1997). Cette spécificité est encore renforcée quand l'entreprise familiale est éponyme, c'est-à-dire qu'elle porte le nom de la famille.

Enfin, leur cinquième spécificité est qu'elles distribuent généralement moins que les non familiales. Selon Hirigoyen (1984), les entreprises familiales non cotées ne distribuent quasiment pas, et pour Calvi-Reveyron (2000), si les entreprises familiales cotées distribuent plus que les non cotées, elles distribuent significativement moins que les non familiales.

1.2. Entreprises familiales et conflits d'agence

Les nouvelles conceptions de l'entreprise familiale qui séparent les fonctions de contrôle et de direction développés par Neubauer et Lank (1998) ou Burkart et *al.* permettent de souligner la présence éventuelle de deux composantes du conflit d'agence dans les entreprises familiales (Gilson et Gordon, 2003 ; Villalonga et Amit, 2006). Celles-ci étant le plus souvent dirigées par une famille contrôlant les droits de vote, présentent un conflit d'agence actionnaires majoritaires-minoritaires fort (type II). Cependant, quand les familles recrutent un dirigeant extérieur supposé plus performant (Morck et *al.*, 1988 ; Burkart et *al.*, 2003) un deuxième type de conflit apparaît, entre actionnaires et dirigeant (type I).

Dans le cas d'un actionnariat familial, le contrôle des dirigeants est renforcé selon Demsetz et Lehn ou Gilson et Gordon en raison d'une meilleure connaissance de l'entreprise par la famille (Anderson et Reeb, 2003), et de son horizon d'investissement à long terme. Ainsi, Christian Peugeot déclare que « *la famille est un actionnaire stable et de long terme* ». Selon Ali, Chen et Radhakrishnan (2007), le conflit d'agence est globalement moins sévère dans les entreprises familiales aux États-Unis. En le décomposant, ils montrent que le conflit de type I (actionnaire-dirigeant) est moins sévère, alors que le conflit de type II (actionnaires majoritaires-minoritaires) est plus sévère que dans les entreprises non familiales.

Afin d'étudier la relation entre ces deux composantes du conflit d'agence et la distribution de dividendes, cet article propose de répartir

les entreprises familiales en 4 catégories, opposées à une cinquième catégorie, les entreprises non familiales.

Tableau 1 – *Catégories d'entreprises familiales selon les deux types de conflit d'agence*

Conflit type I / Conflit type II	Dirigeant familial		Dirigeant extérieur	
	Contrôle familial majoritaire	A	Conflit I faible Conflit II fort	B
Contrôle familial minoritaire	C	Conflit I faible Conflit II faible	D	Conflit I fort Conflit II faible
Pas actionnariat familial	E			

Conflit d'agence I : Actionnaires / dirigeant

Conflit d'agence II : Actionnaires majoritaires / minoritaires

L'hypothèse est ici faite qu'une famille majoritaire contrôle efficacement le dirigeant (conflit de type I faible) mais génère un conflit d'agence fort avec les actionnaires minoritaires (type II). Lorsque la famille agit comme un actionnaire minoritaire de l'entreprise familiale, Neubauer et Lank ou Sharma (2004) considèrent que l'entreprise conserve son caractère familial. Le conflit avec un dirigeant est alors fort (type I) uniquement si celui-ci est extérieur à la famille, alors que le conflit actionnaires majoritaires-minoritaires (type II) est faible.

1.3. Politiques de distribution et conflits d'agence

Les politiques de distribution aux actionnaires constituent depuis un demi-siècle une des grandes incompréhensions de la recherche scientifique financière. Les apports des théories du signal et de l'agence constituent cependant des avancées notables. Elles donnent un cadre théorique satisfaisant à l'étude de ces décisions et permettent d'apporter des explications aux liens entre structure d'actionnariat et distribution.

La théorie du signal conçoit les politiques de distribution comme un mécanisme de signalement permettant de limiter les effets de l'asymétrie d'information (Albouy et Dumontier, 1992). Cette explication a un intérêt dans le cadre de l'étude des entreprises familiales, qui du fait de leur structure particulière d'actionnariat et de direction ont certainement un degré d'asymétrie d'information plus faible.

La théorie de l'agence et son corollaire, la théorie de la gouvernance, permettent également d'approfondir la compréhension des politiques de distribution des entreprises familiales. La mise en avant au paragraphe précédent des conflits d'agence existant au sein des entreprises familiales nous pousse à choisir ce cadre théorique. La théorie de l'agence montre que les politiques de distribution constituent un mécanisme de gouvernance disciplinaire dans le cadre des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. En diminuant le niveau d'autofinancement des entreprises, elles obligent les managers à se confronter régulièrement à la surveillance des créanciers et des marchés pour financer de nouveaux investissements (Easterbrook ; 1984 ; Rozeff, 1982). De même, la distribution de liquidités permet de diminuer les flux à la discrétion du manager et donc le risque d'expropriation des actionnaires (Jensen, 1986). Ces mécanismes influencent également les conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Faccio et *al.* (2001) montrent ainsi que le dividende est un moyen de diminuer le risque d'expropriation par l'actionnaire de contrôle. Cependant, ils notent que des mécanismes doivent inciter l'actionnaire de contrôle à distribuer. Sans aucune contrainte, il n'a pas de motivation à distribuer (La Porta et *al.*, 2000). Comme le remarquent Shleifer et Vishny (1997), lorsqu'un actionnaire a le contrôle de la firme, il préfère générer des bénéfices privés non partagés avec les minoritaires. Le dividende constitue donc un mécanisme de gouvernance mais reste dépendant du système de gouvernance de l'entreprise pour être mis en œuvre. Du Boys (2009) montre ainsi que certains mécanismes de gouvernance sont complémentaires à la distribution de dividendes et aident à la mettre en œuvre. C'est le cas de la législation, des marchés financiers ou du conseil d'administration. En revanche, d'autres mécanismes de gouvernance semblent se substituer aux dividendes, tels que la dette.

Les conflits d'agence étant en partie déterminés par la structure d'actionnariat, il est intéressant d'analyser les études portant sur la relation entre actionnariat et distribution. Ainsi, l'incitation d'un premier actionnaire important à surveiller les managers, selon Shleifer et Vishny (1986), fait que cette surveillance se substitue généralement à la distribution de liquidités. Plusieurs études montrent une influence négative sur le taux de distribution en dividende du niveau de contrôle du premier actionnaire (Hu et Kumar, 2004 ; Maury et Pajuste, 2002) ou de la concentration de l'actionnariat (Rozeff, 1982 ; Lloyd et al., 1985 ; Dempsey et Laber, 1992). Les études sur la distribution des entreprises familiales françaises vont dans le même sens : Hirigoyen (1984, 2006) montre qu'elle est très faible dans les PME familiales non cotées et, selon Calvi-Reveyron, les entreprises familiales cotées distribuent moins que les non familiales. De même, Gugler (2003) montre que les entreprises familiales autrichiennes ont une politique de dividende significativement différente des entreprises non familiales.

Si ces résultats vont dans le sens d'une substitution entre distribution et surveillance par les gros actionnaires, ils peuvent être aussi la preuve d'une expropriation des minoritaires par un actionnaire de contrôle. Selon Maury et Pajuste, la présence d'un actionnaire ayant plus de la moitié du contrôle de la firme a un effet négatif sur le taux de distribution. Ils montrent également qu'un actionnaire de contrôle familial non dirigeant a un effet favorable sur la distribution, alors que si c'est un dirigeant, cela affecte négativement la distribution. En outre, selon Gugler et Yurtoglu (2003), plus on s'éloigne du principe « *une action = un droit de vote* » plus le taux de distribution est faible. Cela souligne que plus la capacité d'expropriation par l'actionnaire majoritaire est forte, plus il a tendance à minorer les distributions.

L'influence des actionnaires familiaux dépend également de l'environnement et, en particulier, du rôle joué par les autres actionnaires externes. La présence de gros actionnaires externes permet de contrôler les dirigeants ou l'actionnaire de contrôle, mais leur influence sur les politiques de distribution reste cependant ambiguë. Vont-ils exercer un contrôle suffisant permettant de limiter l'extraction de bénéfices privés, sans recourir à la distribution ? Vont-ils utiliser l'outil de distribution pour permettre une surveillance efficace ? De plus, on peut aussi envisager que ces gros actionnaires s'associent avec les acteurs internes à l'organisation afin de profiter des bénéfices privés

qu'ils extraient (Faccio et *al.*, en Asie du Sud Est ; Maury et Pajuste, en Finlande). Si l'hypothèse générale d'une complémentarité entre l'action des gros actionnaires externes et les politiques de distribution semble être soutenue par la littérature empirique en Europe (Faccio et *al.* ou Gugler et Yurtoglu), elle varie tout de même selon le pouvoir de l'actionnaire principal ou l'identité du bloc d'actionnaires. Il est nécessaire que le pouvoir de l'actionnaire familial soit modéré pour que les blocs d'actionnaires puissent avoir une influence et forcer à la distribution de dividendes.

Cela nous amène à faire l'hypothèse qu'en cas de conflit d'agence, le dividende est utilisé pour contrôler le manager ou le majoritaire, à la condition que les minoritaires aient les moyens de provoquer cette distribution. Si le conflit est fort, et qu'aucun mécanisme ne permet de contrôler le manager ou le majoritaire, il est alors probable que ces derniers minimisent les distributions afin de faciliter l'extraction de bénéfices privés.

Ainsi, cette revue de littérature souligne que l'ampleur des distributions dépend de la sévérité des conflits d'agence et du pouvoir exercé par le premier actionnaire. Ce pouvoir dépend de son identité, de sa capacité à extraire des bénéfices privés ou de la possibilité qu'ont les autres actionnaires de le surveiller.

Dans le cadre des entreprises familiales où les conflits d'agence sont globalement moins sévères selon Ali, Chen et Radhakrishnan (2007), on peut penser que les distributions seront moins importantes. D'où notre première hypothèse :

Hypothèse 1 : les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales.

Cependant, les types de conflits (I ou II) présents dans ces entreprises peuvent nuancer cette conclusion et influencer l'ampleur des distributions. D'où les deux hypothèses suivantes :

Hypothèse 2 : les entreprises familiales n'ayant pas de problème d'agence fort (catégorie C), distribuent moins que celles qui ont un problème d'agence fort (catégories A, B et D).

Hypothèse 3 : les entreprises familiales qui ont un problème d'agence de type II fort (catégories A et B) distribuent plus que celles qui ont un problème d'agence de type I fort (catégorie D).

Enfin, cette revue de littérature a montré qu'en cas de conflit d'agence, le dividende est utilisé pour contrôler le manager ou le majoritaire, à la condition que les minoritaires aient les moyens de provoquer cette distribution. Si le conflit est fort, et qu'aucun mécanisme ne permet de contrôler le manager ou le majoritaire, il est probable que ces derniers minimisent les distributions afin d'augmenter le *free cash flow* et faciliter l'extraction de bénéfices privés (Nekhili et al., 2009). Cette analyse pousse à formuler une dernière hypothèse.

Hypothèse 4 : la force du pouvoir de l'actionnaire familial a une influence négative sur la distribution.

2. Méthodologie et résultats de l'étude empirique

L'effet des deux types de conflit d'agence sur les politiques de distribution des entreprises familiales est testé sur les entreprises françaises cotées au SBF 250. Dans un premier temps, la base de données de cette étude est présentée et le choix des mesures utilisées justifié. Puis, la méthode d'analyse de données est décrite et les résultats sont présentés.

2.1. La méthodologie

2.1.1. Récolte des données et mesure des variables

L'échantillon est constitué des entreprises du SBF 250 à la date du 6 avril 2006. De 2000 à 2005, des données comptables, ainsi que des données concernant la distribution, l'actionnariat et la gouvernance de 167 entreprises, ont ainsi été récoltées, soit 950 observations. Les données comptables ou celles concernant les dividendes sont extraites de la base de données Datastream-Worldscope. Celles concernant l'actionnariat et la gouvernance ont été récoltées à partir des rapports annuels des entreprises. Les entreprises de l'échantillon ont ensuite été classées selon leur appartenance aux catégories décrites dans le tableau ci-dessous :

Tableau 2 – Classification des entreprises pour l'étude empirique

	Dirigeant familial	Dirigeant extérieur
Contrôle familial > 33 % et 1 ^{er} actionnaire	Cat A	Cat B
Contrôle familial entre 5 et 33 % et dans les trois premiers actionnaires	Cat C	Cat D
Actionnariat familial ≤ 5 %	Cat E	

Les études sur les entreprises familiales n'ont pas de critères stricts concernant la part de droits de vote nécessaire au contrôle. Un seuil d'un tiers a ici été retenu, car il assure d'une part « la minorité de blocage » et qu'il est d'autre part très proche du seuil en deçà duquel Anderson et Reeb montrent que les entreprises familiales sont plus performantes que les non familiales. C'est aussi le seuil où l'on peut considérer que la famille s'implique financièrement dans l'entreprise selon le modèle de Sharma.

Dans ce cadre, il est supposé qu'une famille qui possède un tiers des droits de vote et qui est le premier actionnaire agit comme un actionnaire majoritaire, qui contrôle efficacement le dirigeant (conflit de type I faible) mais qui génère un conflit d'agence fort avec les actionnaires minoritaires (type II). Lorsque la famille possède entre 5 % et un tiers des droits de vote et fait partie des trois principaux actionnaires, elle est considérée comme actionnaire minoritaire. On se réfère ici au modèle de Neubauer et Lank qui considère que l'entreprise conserve alors son caractère familial et au modèle de Sharma. Dans ce cas, le conflit avec un dirigeant est fort (type I) uniquement si celui-ci est extérieur à la famille, alors que le conflit actionnaires majoritaires-minoritaires (type II) est faible. Enfin, si la famille a moins de 5 % des droits de vote, l'entreprise n'est plus considérée comme familiale.

De plus, deux variables supplémentaires ont été construites en regroupant les entreprises dirigées par la famille (catégories A et C) et celles ayant un dirigeant extérieur (catégories B et D). Ces deux variables permettent d'une part d'opposer les entreprises ayant un conflit d'agence de type I faible aux entreprises familiales à dirigeant

extérieur. Elles prennent en compte, d'autre part, une valeur familiale du modèle de Sharma, le capital émotionnel. Sharma considère qu'une famille participant au management a un capital émotionnel élevé, ce qui est le cas de la variable « catégorie A et C », alors que pour la variable catégorie « B et D » le capital émotionnel est faible. Par extension de son modèle basé sur la performance, une famille impliquée émotionnellement dans l'entreprise peut accepter de plus faibles dividendes pour permettre à l'entreprise d'avoir plus d'autofinancement.

Pour mesurer le pouvoir de l'actionnaire principal et, donc, sa capacité à exproprier les actionnaires minoritaires, plusieurs mesures ont été retenues: pouvoir relatif par rapport aux autres actionnaires, rapport entre droits de vote et actions, présence d'un conseil d'administration indépendant et présence d'un second actionnaire non familial important.

En outre, plusieurs variables permettant de contrôler les influences autres que celle de l'actionnariat et de la structure de gouvernance ont été insérées à l'étude. Ainsi selon la théorie de l'agence, les entreprises distribuent davantage lorsqu'elles ont beaucoup de *free cash flows*. Ce risque est mesuré par les variables « OPPINVT » qui mesure les opportunités d'investissement des entreprises et « CF » qui représente le *cash flow* opérationnel. Les variables de niveau d'endettement « Dette » et de taille de l'entreprise « LOGCAPI » sont considérées comme influençant positivement le niveau de la distribution. La littérature fait l'hypothèse d'une relation positive entre la distribution et la taille de l'entreprise (Hu et Kumar, 2004), mais des relations négatives ont souvent été observées (Allen et Michaely, 2003 ; Farinha, 2003). Le tableau 3 présente les mesures des variables de notre modèle.

2.1.2. Méthode d'analyse des données et fiabilité des résultats

Pour tester nos hypothèses de recherche, nous utilisons des régressions linéaires robustes aux problèmes d'hétéroscédasticité ou de normalité des résidus. En effet, l'analyse des résidus montre qu'ils ne sont pas conformes aux hypothèses de la régression. Dans ce cas, les estimateurs obtenus par la méthode des moindres carrés ordinaires sont sans biais, mais ne sont plus à variance minimale. Nous avons donc

estimé la variance des coefficients par une méthode robuste aux divergences observées : l'estimateur « Huber-White sandwich » qui permet d'estimer les écart-types des coefficients en présence de non normalité et d'hétéroscédasticité des résidus.

De plus, nous avons prêté attention aux problèmes de colinéarité entre variables explicatives. Grâce à l'étude des indices de conditionnement et des VIF (*Variance Inflation Factor*) de chaque variable, nous pouvons conclure qu'il n'y a pas de problème de colinéarité dans les régressions présentées dans cet article.

2.2. Les résultats des tests : influence du mode de gouvernance familial sur le montant des distributions

Pour mesurer l'effet des deux composantes du conflit d'agence, cet article distingue les grands types d'entreprises familiales définis dans le tableau 1, et crée des variables tenant compte d'une seule de ces deux composantes. Ainsi, la variable « catégories A et C » regroupe les entreprises à dirigeant familial ayant un conflit d'agence de type I faible. La variable « catégories B et D » regroupe les entreprises ayant un dirigeant extérieur : cette catégorie est hétérogène car les entreprises de la catégorie B où la famille est majoritaire contrôlent plus efficacement le dirigeant que celle de la catégorie D. Le tableau 4 synthétise les résultats des régressions.

Tableau 3 – Mesure des variables

Variable expliquée	Mesure	Nom variable
Taux de rendement de la distribution	(dividendes + rachats nets) / capitalisation	Txrdt
Variables explicatives		
Type d'entreprises familiales	Cf. tableau 2	Cat A Cat B Cat C Cat D Cat E
Pouvoir de l'actionnaire principal :		
Pouvoir du premier actionnaire	% de droits de vote du 1 ^{er} actionnaire / (1 - % de droits de vote du flottant - % de droits de vote du 1 ^{er} actionnaire)	Pvoircont
	% d'actions du 1 ^{er} actionnaire / % de droits de vote du 1 ^{er} actionnaire	Rappoc
Présence d'un 2 nd actionnaire pour les entreprises où famille majoritaire	Variable = 1 lorsque la famille est majoritaire et qu'il y a un second actionnaire non familial qui a plus de 5 % des droits de vote	Prés2act
Indépendance du conseil	Nombre d'administrateurs indépendants	Indca
Variables de contrôle		
Taille de l'entreprise	Log de la capitalisation	Logcapi
Dette totale	Dette totale / Actif comptable	Dette
Opportunités d'investissement	Variable muette = 1 si le Q de Tobin [(Capitalisation + Dettes) / Actif] < 1	Oppinv
Cash Flows	Résultats opérationnels / Actif comptable	Cf

Tableau 4 – Influence du type d'entreprise familiale sur le rendement de la distribution

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Cat A	-0,00842*** (-4,93)	-0,00447** (-2,33)		-0,00371* (-1,90)	-0,00287 (-1,48)	-0,00525*** (-2,59)
Cat B	-0,00916*** (-3,49)	-0,0113*** (-5,02)		-0,012*** (-5,17)	-0,0110*** (-4,78)	-0,0114*** (-5,06)
Cat C	-0,0172*** (-10,6)	-0,0117*** (-6,46)		-0,012*** (-6,70)	-0,0121*** (-6,65)	-0,0121*** (-6,64)
Cat D	-0,00661** (-2,40)	-0,00353 (-1,48)		-0,00421* (-1,71)	-0,00426* (-1,82)	-0,00411* (-1,67)
Cat A et C			-0,0071*** (-4,14)			
Cat B et D			-0,00694*** (-3,55)			
Pvoir cont				-0,000001*** (-4,00)	-0,000001*** (-3,97)	-0,000001*** (-3,29)
Rapp oc				-0,00696* (-1,66)	-0,00489 (-1,18)	-0,00733* (-1,73)
Indca					0,00094*** (3,19)	
Prés2 act						0,00519* (1,75)
Oppi nvt		0,00838*** (6,16)	0,00817*** (5,92)	0,0089*** (6,59)	0,00815*** (5,99)	0,00906*** (6,73)
Logc api		0,00150*** (3,45)	0,00138*** (3,15)	0,0013*** (2,85)	0,000589 (1,12)	0,00130*** (2,91)
Dette		0,0165*** (3,33)	0,0166*** (3,30)	0,0169*** (3,36)	0,0171*** (3,45)	0,0166*** (3,34)
Cf		0,0499*** (5,03)	0,0532*** (5,47)	0,0508*** (5,09)	0,0525*** (5,12)	0,0517*** (5,22)
Const ante	0,0292*** (24,4)	-0,00497 (-0,75)	-0,00320 (-0,48)	0,00419 (0,48)	0,00868 (0,96)	0,00408 (0,47)
F	28,7***	23,91***	24,43***	21,22***	19,15***	19,66***
R ²	7,79%	16,96%	15,54%	18,36%	19,33%	18,74%

(Précisions de lecture du tableau : Seuil de significativité : *** ($p < 0,01$), ** ($p < 0,05$), * ($p < 0,1$).
F : test de Fisher de signification de la régression. Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à la non normalité, à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation des résidus).

Les résultats du tableau 4 montrent que le type d'entreprises a un effet sur le montant des politiques de distribution. Ainsi, conformément à l'hypothèse 1, toutes les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales (coefficient négatif des catégories A à D). De plus, parmi les entreprises familiales, il existe des différences significatives de distribution selon que la famille soit minoritaire ou majoritaire et selon que la direction soit familiale ou non. En outre, conformément à l'hypothèse 2, ce sont les entreprises familiales où le conflit d'agence global est le moins élevé, celles dirigées par une famille minoritaire (catégorie C), qui distribuent le moins.

Par contre, les résultats de nos tests donnent dans l'ensemble (régressions (1), (2) et (6)) des résultats inverses à l'hypothèse 3 : les entreprises de la catégorie D ont tendance à distribuer davantage que celles des catégories A et B. Les entreprises où la famille majoritaire dirige (catégorie A) distribuent plus que celle où la famille est majoritaire et la direction extérieure (catégorie B). Elle peut être poussée en ce sens par un deuxième actionnaire non familial, ce que montrent les résultats de la régression (6). De plus, de façon globale, ces résultats montrent que lorsque la direction n'est pas familiale (catégories B et D) la distribution est supérieure aux entreprises où la direction est familiale (catégories A et C) (régression (3)).

Les résultats présentés dans les régressions (4) à (6) confortent l'hypothèse 4. Ils montrent que, lorsque le premier actionnaire a un pouvoir fort et qu'il est peu contrôlé, les distributions ont tendance à diminuer. Plus l'actionnaire principal a de pouvoir par rapport aux autres acteurs (variables PVOIRCONT et RAPPOC), plus la distribution est faible. De plus, la présence d'un second actionnaire non familial (variable PRES2ACT) a un impact positif sur la distribution dans les entreprises dirigées par une famille majoritaire. Enfin, l'indépendance du conseil d'administration a aussi un impact positif sur la distribution, comme le montre l'influence positive de la variable INDCA.

Concernant les variables de contrôle, on constate que les entreprises distribuent davantage lorsqu'elles ont beaucoup de *free cash flows* (peu

d'opportunités d'investissement et beaucoup de *cash flow*), conformément aux études précédentes et à la théorie de l'agence. Enfin, le niveau de dette des entreprises, ainsi que leur taille influencent positivement le niveau de la distribution.

Ces différentes variables expliquent une partie importante des décisions de distribution des entreprises françaises, puisque les R^2 des régressions expliquent jusqu'à 19 % des variations du taux de rendement.

En conclusion de la présentation des résultats de cette étude sur les politiques de distribution des entreprises familiales, il apparaît que les entreprises familiales :

- distribuent moins que les entreprises non familiales,
- où les conflits d'agence sont faibles (dirigeant familial minoritaire) distribuent le moins,
- où le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires est fort (catégories A et B), distribuent moins que dans les entreprises où le conflit est faible (catégorie D). On peut penser qu'il est plus dur pour les actionnaires minoritaires de pousser une famille majoritaire à distribuer. Cela est confirmé par le fait que, lorsque le premier actionnaire a beaucoup de pouvoir ou lorsqu'il est peu surveillé, il minimise les distributions.

Le tableau 5 récapitule les résultats par rapport aux hypothèses formulées dans la partie 1.

Tableau 5 – Synthèse : *Hypothèses et résultats*

Libellé de l'hypothèse	Validation et résultats
<u>Hypothèse 1</u> - les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales.	Hypothèse validée
<u>Hypothèse 2</u> - les entreprises familiales n'ayant pas de problème d'agence fort (catégorie C), distribuent moins que celles qui ont un problème d'agence fort (catégories A, B et D).	Hypothèse validée
<u>Hypothèse 3</u> - les entreprises	Hypothèse non validée

familiales qui ont un problème d'agence de type II fort (catégories A et B) distribuent plus que celles qui ont un problème d'agence de type I fort (catégorie D).	Les résultats suggèrent une relation inverse. La majorité des régressions montre que la catégorie D distribue plus que les catégories A et B
<i>Hypothèse 4</i> - la force du pouvoir de l'actionnaire familial a une influence négative sur la distribution.	Hypothèse validée Plus le contrôle de l'actionnaire principal est fort par rapport aux autres acteurs, plus la distribution est faible. La distribution augmente lorsque le pouvoir de l'actionnaire principal est modéré par : La présence d'un second actionnaire non familial. Un conseil d'administration indépendant

3. Le rôle de la structure de gouvernance familiale dans la détermination des politiques de distribution

La répartition des entreprises familiales en quatre modes de gouvernance suivant l'intensité des conflits entre actionnaires et dirigeants d'une part, et entre actionnaires majoritaires et minoritaires d'autre part, a permis de montrer l'influence de l'actionnariat, du niveau des conflits d'agence mais aussi de la structure de gouvernance sur les politiques de distribution. Ces résultats nécessitent une discussion plus poussée.

Les résultats de l'étude présentée ici montrent que les entreprises où les conflits sont forts distribuent plus que celles où les conflits sont faibles.

Dans notre étude, les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales, ce qui correspond aux résultats d'Ali et *al.* pour lesquels les entreprises familiales ont des conflits d'agence globaux moins élevés. De même, ce sont les entreprises familiales où le conflit d'agence global est le moins élevé - celles dirigées par une

famille minoritaire (catégorie C) - qui distribuent le moins. C'est par exemple le cas du groupe éponyme Bouygues qui pratique traditionnellement un taux de rendement de la distribution parmi les plus faibles du SBF250. Le conflit d'agence de type II y est réduit car l'actionnaire principal n'est pas majoritaire, ainsi que le conflit d'agence de type I, le dirigeant étant de la famille. Le risque d'enracinement opportuniste du dirigeant familial est alors limité selon Charlier et Lambert (2008), d'autant plus que la direction familiale est synonyme de meilleure connaissance de l'entreprise selon Anderson et Reeb (2003) et d'une volonté de transmettre un patrimoine aux héritiers.

De façon globale, on constate également que les entreprises soumises au conflit de type I distribuent plus que celles qui n'y sont pas soumises. Lorsque la direction n'est pas familiale (catégories B et D), la distribution est supérieure aux entreprises où la direction est familiale (catégories A et C). Cela montre, d'une part, qu'un actionnaire familial important, qu'il soit majoritaire ou non, est en mesure d'utiliser la distribution de dividendes comme mécanisme de contrôle du dirigeant extérieur. Ceci est d'autre part conforme à la théorie des entreprises familiales, qui considère généralement qu'une direction familiale réduit le problème d'agence de type I. Allouche et Amann l'expliquent par la « *confiance* », Schulze et al. (2001) par « *l'altruisme* » qui caractérise les membres de la famille et Sharma par le capital émotionnel. Par exemple, les sociétés Bolloré Investissement et LVMH qui sont contrôlées et dirigées par la famille ont une politique de distribution plus faible que Dassault Systèmes (catégorie B) ou Carrefour (catégorie D).

Les résultats de l'étude présentée ici soulignent également que la distribution n'est pas utilisée identiquement pour diminuer les coûts d'agence issus d'un conflit de type I ou de type II. La prise en compte de la structure de gouvernance des entreprises et, en particulier, des mécanismes permettant de contraindre les dirigeants ou les actionnaires majoritaires à la distribution aide à comprendre ce résultat.

Les entreprises qui n'ont que le conflit d'agence de type I (familles minoritaires et dirigeant extérieur : catégorie D) comme Carrefour ou l'Oréal distribuent plus que les entreprises familiales n'ayant que le conflit d'agence de type II (catégories A et B), comme par exemple Dassault Systèmes. Pourtant, Ali, Chen et Radhakrishnan montrent que

dans les entreprises familiales aux États-Unis, le conflit de type I est moins sévère et le conflit de type II plus sévère que dans les entreprises non familiales. Or, nos résultats montrent que les entreprises familiales soumises au conflit d'agence de type II et ayant donc *a priori* des coûts d'agence plus élevés, distribuent moins.

Une explication à ce résultat peut provenir du système de gouvernance de l'entreprise. Dans une firme soumise à un conflit d'agence fort, les acteurs externes chercheront à utiliser le dividende pour limiter les risques d'expropriation. Cependant, ils ne pourront agir ainsi que si la structure de gouvernance leur offre la possibilité de contraindre le dirigeant ou l'actionnaire majoritaire à distribuer. Or, l'appui fourni par le système de gouvernance à la distribution de dividende peut être limité par la présence d'un actionnaire majoritaire. Du Boys (2009) montre ainsi que les conflits de type II sont moins surveillés, ou plus difficiles à limiter que ceux de type I.

Il est probable qu'en cas de conflits de type II et faute de structure de gouvernance assez performante, les actionnaires minoritaires n'arrivent pas à forcer l'actionnaire familial majoritaire à distribuer et, donc, à limiter l'extraction de bénéfices privés. Inversement, les résultats montrent que l'actionnariat familial minoritaire mais fort est en mesure d'imposer des distributions plus élevées. Plusieurs mécanismes de gouvernance existent et peuvent faciliter le recours au dividende : le conseil d'administration, la surveillance par les actionnaires minoritaires (et donc la protection légale qui leur est offerte ou le respect du principe « une action = un droit de vote ») ou par les marchés...

Le fait que les entreprises familiales soumises au conflit d'agence de type I distribuent plus que celles soumises au conflit d'agence de type II peut être la conséquence d'une protection faible des investisseurs en France. En Europe continentale, du fait de la législation (La Porta et *al.*, 2000) mais aussi de la concentration du capital (Barca et Becht, 2001), il est plus difficile pour un actionnaire minoritaire de se protéger contre les risques d'expropriation des dirigeants, limitant la possibilité de recourir au dividende comme moyen de gouvernance. L'étude de l'influence du pouvoir du premier actionnaire permet également d'appuyer cette explication. Les résultats montrent que plus le premier actionnaire a de pouvoir, plus la distribution est faible. Ainsi, il apparaît que si l'actionnaire principal contrôle une partie importante du capital

(actionnariat fort, ou droits de vote importants), les actionnaires minoritaires auront plus de difficultés à exiger une distribution. En revanche, la présence d'un second actionnaire important permet de limiter ce pouvoir et de forcer à la distribution. L'indépendance du conseil d'administration, présentée dans la littérature comme un gage de la qualité de la surveillance exercée par le conseil, a aussi un impact positif sur la distribution confortant de nouveau notre explication.

En outre, lorsque les risques d'expropriation par les actionnaires majoritaires sont peu voyants, la distribution reste faible selon Faccio et *al.*, car elle déclenche peu de mécanismes correcteurs. Cela explique notre résultat selon lequel les entreprises où la famille majoritaire dirige (catégorie A), comme chez Bic, distribuent plus que dans celles où la famille majoritaire a nommé un dirigeant extérieur (catégorie B), comme chez Dassault Systèmes. En effet, l'addition d'un actionnaire majoritaire augmente l'intensité du conflit de type II, et le rend plus voyant. La pression des marchés pousse alors la famille majoritaire à distribuer davantage pour rassurer les minoritaires selon du Boys (2009), comme chez Bic ou Fimalac. Le conflit de type II est plus discret lorsque le dirigeant est extérieur à la famille et provoque alors une moindre distribution.

Ces éléments permettent de conclure que les entreprises familiales où les conflits sont forts distribuent plus que les autres, mais uniquement s'il existe des mécanismes permettant de contraindre les dirigeants ou les actionnaires majoritaires à la distribution.

Ces résultats confortent les recherches en gouvernance d'entreprise qui considèrent le dividende comme un mécanisme de gouvernance. Cependant, il est intéressant de noter qu'ils font aussi écho à la littérature sur l'asymétrie d'information et la théorie du signal. Les modèles de signalisation reposent sur l'idée que les managers ont des informations privées sur les projets ou les revenus de l'entreprise et utilisent le dividende pour les signaler (Albouy et Dumontier, 1992). La répartition faite dans cette étude des entreprises familiales selon l'intensité des conflits d'agence permet également une lecture des résultats en fonction de l'asymétrie d'information. Une explication à la moindre distribution de dividendes des entreprises familiales pourrait être liée à un fossé informationnel davantage réduit entre dirigeants et actionnaires. Cela expliquerait des distributions plus importantes dans les entreprises non familiales, mais aussi dans les entreprises ayant un

contrôle familial minoritaire et un dirigeant extérieur (catégorie D). Si les entreprises où la famille minoritaire ne dirige pas sont celles qui distribuent le plus, c'est peut-être parce que le fossé informationnel y est plus élevé que dans celles où la famille dirige. Les familles non dirigeantes obtiendraient ainsi de l'information par le dividende.

Conclusion

Les résultats de cette étude montrent que les politiques de distribution semblent liées aux conflits d'agence, et revêtent une forme particulière dans le cas des entreprises familiales. Les entreprises familiales distribuent moins que les entreprises non familiales, conformément à l'hypothèse d'un conflit d'agence global moins élevé. De plus, la catégorie qui distribue le moins est bien celle qui présente les deux types de conflit d'agence les plus faibles.

Mais contrairement à une des hypothèses formulées, les entreprises familiales dont le conflit d'agence le plus fort est de type I distribuent plus que celles dont le conflit d'agence le plus fort est de type II. Ainsi, les entreprises où la famille minoritaire ne dirige pas sont celles qui distribuent le plus après les entreprises non familiales. L'étude montre que les familles majoritaires sont poussées à la distribution par les actionnaires minoritaires si ces derniers ont assez de pouvoir pour se faire entendre et s'ils peuvent s'appuyer sur un système de gouvernance efficient. Ainsi, un conseil d'administration indépendant ou un second actionnaire influent peuvent pousser l'entreprise à distribuer davantage afin de diminuer les coûts d'agence.

Ce résultat montre encore une fois que les politiques de dividendes ne sauraient trouver une seule théorie explicative. En effet, si la théorie de l'agence apporte un éclairage intéressant sur les distributions des entreprises familiales, la théorie du signal pourrait également offrir une explication alternative.

Bibliographie

Albouy M. et Dumontier P. (1992), *La Politique de Dividende des Entreprises*, PUF.

- Ali A., Chen T. et Radhakrishnan S. (2007), « Corporate Disclosures by Family Firms », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, n° 1-2, p. 238-286.
- Allouche J. et Amann B. (1998), « La confiance, une explication aux performances des entreprises familiales », *Économie et Société*, n° 8-9, p. 129-154.
- Allen F. et Michaely R., (2003), « Payout Policy », in G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, *Handbook of Economics*, North-Holland.
- Amann B. (2003), « Les spécificités de l'entreprise familiale », Colloque AJDA, UPPA.
- Anderson R. et Reeb D. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.
- Barca F. et Becht M. (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press.
- Burkart M., Panuzzi F. et Schleifer A. (2003), « Family Firms », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 5, p. 2167-2201.
- Calvi-Reveyron M. (2000), « Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionnariat ? », *Finance Contrôle et Stratégie*, vol. 3, n° 1, p. 81-116.
- Charlier P. et Lambert G., (2008), « Modes de gouvernance et performance des entreprises familiales européennes », *Journal des Entreprises Familiales*, vol. 1, n° 1, p. 69-97.
- Charlier P. et Lambert G., (2009), « Analyse multivariable de la performance des PME familiales : une lecture par la théorie positive de l'agence », *Management International*, vol. 13, n° 2, p. 67-79.
- Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig, ed., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Economica, p. 61-141.
- Dempsey S. et Laber G. (1992), « Effects of Agency and Transactions Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transactions Cost Hypothesis », *Journal of Financial Research*, vol. 15, n° 4, p. 317-321.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.

- Donaldson L. et Davis J., (1991), « Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns », *Australian Journal of Management*, vol. 16, n° 1, p. 49-64.
- Donckels R. et Fröhlich E. (1991), « Are Family Businesses Really Different ? European Experiences from STRATOS », *Family Business Review*, vol. 4, n° 2, p. 149-160.
- Du Boys C. (2009), « Is Payout Policy Part of the Corporate Governance System? The Case of France », *European Journal of International Management*, vol. 3, n° 1, p. 42-59.
- Easterbrook F.H., (1984), « Two Agency-Cost Explanations of Dividends », *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, p. 650-659.
- Faccio M., Lang L. et Young L., (2001), « Dividends and Expropriation », *American Economic Review*, vol. 91, n° 1, p. 54-78.
- Farinha J. (2003), « Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, n° 9-10, p. 1173-1209.
- Gallo M. (1994), « Global Perspectives on Family Businesses », Loyola University, Family Business Center.
- Gersick K., Davis J., Hampton M. et Lansberg I. (1997), *Generation to Generation : A Life Cycle of the Family Business*, Harvard Business School Press.
- Gilson R. et Gordon J. (2003), « Controlling Controlling Shareholders », Working Paper n° 228, Stanford Law School.
- Gugler K., (2003), « Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, and Capital Investment », *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, n° 7, p. 1297- 1321.
- Gugler K. et Yurtoglu B., (2003), « Corporate Governance and Dividend Pay out Policy in Germany », *European Economic Review*, vol. 47, n° 4, p. 731-758.
- Gulbrandsen T. (2005), « Flexibility in Norwegian Family-Owned Enterprises », *Family Business Review*, vol. 18, n° 1, p. 57-76.
- Habbershon T. et Williams M. (1999), « A Resource-Based-Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms », *Family Business Review*, vol. 12, n° 1, p. 1-22.
- Hau M. et Stoskopf N. (2005), *Les dynasties alsaciennes*, ed. Perrin.

- Hirigoyen G. (1984), « Contribution à la connaissance des comportements financiers des moyennes entreprises industrielles et familiales », Thèse, Université de Bordeaux I.
- Hirigoyen G., (2006), « Entreprises patrimoniales : nouvelle stratégie après la réforme de l'ISF », ASMEP 22 mars 2006 et les Échos 23 mars 2006.
- Hirigoyen G. (2009), « Concilier Finance et Management dans les entreprises familiales », *Revue Française de Gestion*, n° 198-199, p. 393-411.
- Hu A. et Kumar P., (2004), « Managerial Entrenchment and Payout Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n° 4, p. 759-790.
- Jensen M., (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review* vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., (2000), « Agency Problems and Dividend Policies around the World », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 1, p. 1-33.
- Lloyd W.P., Jahera J.S. et Page D.E., (1985), « Agency Costs and Dividend Payout Ratio », *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 24, n° 3, p. 19-29.
- Maury B. et Pajuste A., (2002), « Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland », *Finish Journal of Business Economics*, n° 51, p. 15-45.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.
- Nekhili M., Wali Siala A. et Chebbi-Nekhili D., (2009), « Free Cash Flow, gouvernance et politique financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n° 3, p. 5-31.
- Neubauer F. et Lank A., (1998), *The Family Business: Its Governance for Sustainability*, McMillan Business.
- Pichard-Stamford J.P. (2002), « L'enracinement des dirigeants familiaux », in J. Caby et G. Hirigoyen, *La gestion des entreprises familiales*, Economica.
- Rozeff M., (1982), « Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios », *Journal of Financial Research*, vol. 5, n° 3, p. 249-258.

- Sharma P. (2004), « An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Direction for the Future », *Family Business Review*, vol. 17, n° 1, p. 1-36.
- Shleifer A. et Vishny R.W., (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, p. 461-488.
- Shleifer A. et Vishny R.W., (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.
- Schulze W., Lubatkin M., Dino R. et Buchholtz A. (2001), « Agency Relationships in Family Firms; Theory and Evidence », *Organization Science*, vol. 12, n° 2, p. 99-116.
- Schulze W., Lubatkin M., Richard N., et Dino R. (2003), « Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms », *Journal of Business Venturing*, vol. 18, p. 473-490.
- Stark O. (1989), « Altruism and the Quality of Life », *American Economic Review*, vol. 79, n° 2, p. 86-90.
- Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2, p. 385-417.
- Westhead P. et Howorth C. (2007), « Types of Private Family Firms: an Exploratory Conceptual and Empirical Analysis », *Entrepreneurship and Regional Development*, vol. 19, n° 5, p. 405-431.