

Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionnariat ?

Monique CALVI-REVEYRON*

Université de Savoie

Correspondance :

120, galerie de Chartreuse, 73 000 Barberaz

Tél : 04 79 85 97 96.

Email : monique.calvi@univ-savoie.fr

Résumé : Cet article présente les résultats d'une étude empirique réalisée sur un échantillon de firmes françaises cotées. Il vise à expliquer le niveau de dividendes par la structure d'actionnariat. Le cadre théorique de l'étude est celui des relations d'agence. Les résultats montrent que les firmes familiales sont moins généreuses que les autres catégories de firmes et que le pourcentage de capital détenu par les dirigeants a un impact négatif sur le taux de distribution. En revanche, l'indice de dispersion du capital n'affecte pas le niveau de dividendes des firmes.

Mots-clés : capitalisme familial – dividende – relations d'agence – structure de propriété – dispersion du capital.

Abstract : This paper presents the results of an empirical study which had been realized on French quoted firms. This research aims at explaining the firm dividend level by insider equity and the dispersion of shareholders and relies on agency theory. The results show that insider equity is negatively related to the pay out ratio and that family firms have lower levels of dividends than managerial and controlled ones. But the dispersion of shareholders doesn't affect the pay out ratio.

Key words : insider equity – dispersion of shareholders – agency theory – dividend level.

* L'auteur est Maître de conférences à l'Université de Savoie et membre du Cerag de l'Esa Grenoble.

Nombreuses sont les entreprises françaises qui distribuent des dividendes. En 1996, 76 % des sociétés inscrites à la Cote officielle et 70 % de celles qui sont au Second marché¹ ont versé des dividendes. Près de 65 milliards de francs de dividendes ont été distribués en 1997 dont 50 milliards en numéraires². Dans un article célèbre, F. Black [1976] dresse un panorama des motifs de distribution et de non-distribution des dividendes. Chacun d'entre eux ayant sa propre légitimité, l'auteur reste perplexe sur la décision de distribuer des dividendes et qualifie de « puzzle » la problématique des dividendes. Plus de vingt ans après, nous nous interrogeons toujours sur la politique de dividende.

Il est apparu que la seule vision néoclassique de la firme n'est plus adaptée pour comprendre pourquoi les firmes distribuent des dividendes. En particulier, l'hypothèse selon laquelle la firme est gérée par des dirigeants agissant dans le seul intérêt d'actionnaires parfaitement informés de leurs projets doit être abandonnée pour un cadre d'analyse plus conforme au comportement des acteurs de l'entreprise et des marchés financiers. La théorie de l'agence, comme la théorie des signaux, fournit une grille de lecture nouvelle pour examiner la politique de dividende des firmes. Selon M.C. Jensen, W.H. Meckling [1976], chaque groupe d'individus est censé maximiser sa fonction d'utilité et par conséquent des conflits d'intérêts peuvent émerger. Le conflit principal-agent va générer des coûts d'agence³ qu'il convient de minimiser. La théorie de l'agence s'applique aux relations existant entre les partenaires de la firme et notamment entre dirigeants et actionnaires. En effet, les dirigeants constituent les agents des actionnaires qui sont eux les principaux. Ces derniers leur confient la mission de gérer l'entreprise à leur Twenty-two points, plus triple-word-score, plus fifty points for using all my letters. Game's over. I'm outta here.place moyennant un salaire. La politique de dividende serait un moyen de réduire les conflits réels ou potentiels entre actionnaires et dirigeants. Par ailleurs, l'apparition de conflits entre actionnaires et dirigeants dépend du degré de participation dans le capi-

¹ Source : Année Boursière 1998.

² Source : Les Échos du 20/06/97.

tal de la firme des dirigeants et du degré de surveillance potentielle que peuvent avoir les actionnaires sur les actes de leurs agents. Pour cette raison, le niveau de dividendes d'une firme peut être lié à sa structure d'actionnariat, caractérisée elle par la nature juridique de ses actionnaires, par leur pourcentage de détention du capital mais aussi par le degré de dispersion de ce capital.

Dans ce contexte théorique, il est légitime de s'intéresser à la politique de dividende des firmes familiales comparativement à celle des firmes qui présentent une structure d'actionnariat différente. En effet, l'entreprise familiale, définie par Davis, Tagiuri [1992] comme « *une organisation où deux ou plusieurs membres de la famille étendue influencent la marche de l'entreprise à travers l'exercice des liens de parenté, des postes de management ou des droits de propriété sur le capital* » devrait connaître moins de conflits entre actionnaires et dirigeants du fait que les fonctions de propriété et de décision sont souvent entre les mains des mêmes personnes et que la notion de confiance remplace celle d'intérêt en tant que ciment social [J. Allouche, B. Amann 1998a].

Dans le cadre de la théorie de l'agence, il est toutefois aussi légitime de s'interroger sur le rôle de la politique de dividende eu égard aux conflits entre d'autres groupes d'intérêts de la firme, encore appelés *stakeholders*. S.C. Myers [1977] considère que la concurrence éventuelle entre la réalisation d'investissement et la distribution de dividendes peut être source de conflits entre actionnaires et créanciers. En effet, si la distribution de dividendes se fait au prix d'un ralentissement des investissements, le risque de non-remboursement des créanciers s'accroît. A. Kalay [1982] ajoute au risque de baisse des investissements celui de désinvestissement (cessions d'actifs).

Plus récemment, C.W.L. Hill, T.M. Jones [1992] ont mis en évidence la nécessité de prendre en compte d'autres contrats que le contrat implicite liant dirigeants et actionnaires, principalement ceux qui existent entre les dirigeants et d'autres *stakeholders*. Les créanciers mais aussi les salariés sont des *stakeholders* qui apportent des ressour-

³ Les coûts d'agence revêtent trois formes qui sont les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement et les coûts résiduels.

ces à l'entreprise et attendent en retour que leurs propres intérêts soient satisfaits. La position des salariés vis-à-vis de la politique de dividende n'est certes pas neutre mais toutefois le caractère familial ou non d'une firme ne nous paraît pas déterminant dans le rôle que peuvent avoir les dividendes pour gérer les relations entre dirigeants et créanciers ou salariés. Cet argument s'avère d'autant plus valable que nous nous intéressons ici aux sociétés familiales cotées⁴. C'est pourquoi nous avons axé notre recherche sur le rôle des dividendes dans la gestion des relations d'agence entre dirigeants et actionnaires.

De nombreuses études ont porté sur le lien entre structure d'actionariat et performance de la firme, en revanche nous constatons l'inexistence d'études françaises sur la relation entre niveau de dividendes et structure d'actionariat. L'objectif de cette recherche est d'examiner auprès d'entreprises françaises cotées, si leur niveau de dividendes est lié à leur structure d'actionariat conformément aux hypothèses issues de la théorie de l'agence. Notre échantillon comporte 131 entreprises examinées sur la période 1988-1994. Les conclusions obtenues sont nuancées. Conformément à la théorie de l'agence, le pourcentage de capital détenu par les dirigeants a dans l'ensemble un impact négatif sur le taux de distribution des firmes observées, ainsi les firmes familiales apparaissent moins généreuses que les autres firmes. En revanche, l'indice de dispersion du capital des firmes n'affecte pas le niveau de dividendes des firmes.

Nos développements s'articulent autour de deux parties. La première partie présente les justifications théoriques d'une distribution de dividendes moins généreuse pour les entreprises familiales et la deuxième partie expose l'étude empirique réalisée.

⁴ Les sociétés familiales non cotées subissent un rationnement des ressources externes (L. Mahéroul 1997) qui peut influencer leur politique de dividende.

1. Les raisons théoriques d'une moindre distribution de dividendes dans les entreprises familiales : analyse par les relations d'agence actionnaires / dirigeants

Le cadre théorique dans lequel nous nous proposons de travailler est celui de la théorie de l'agence. L'intérêt d'aborder la politique de dividende des firmes sous l'angle des conflits potentiels entre dirigeants et actionnaires a été énoncé en introduction. L'établissement d'un lien entre niveau de dividendes et structure d'actionnariat des firmes découle des raisons pour lesquelles le versement de dividendes élevés et réguliers se justifie dans un contexte de divergence d'intérêts entre principaux et agents et notamment entre dirigeants et actionnaires, c'est pourquoi nous traiterons d'abord du rôle des dividendes dans la gestion des coûts d'agence. Nous montrerons dans une deuxième étape pourquoi il convient d'intégrer la notion de structure d'actionnariat, qui différencie entreprises familiales et entreprises managériales, pour appréhender l'existence et l'ampleur des conflits d'agence. Dans un troisième temps, nous émettrons des hypothèses issues de notre analyse théorique en vue de l'étude empirique.

1.1. Le rôle des dividendes dans la gestion des coûts d'agence

Dans un contexte de relations d'agence, la pratique de dividendes généreux et réguliers s'explique par au moins trois raisons. En premier lieu, une politique de dividende généreuse limite l'autofinancement de la firme, toutes choses égales par ailleurs, et par ce biais, elle intensifie la nécessité de recourir au marché financier pour la réalisation des investissements [F.H. Easterbrook 1984]. Or, selon cet auteur, l'accès au marché financier crée une discipline de comportement chez le dirigeant en raison de l'activité de surveillance engendrée par les investisseurs externes. Le dirigeant doit fournir des informations sur sa gestion et sur la rentabilité attendue des projets d'investissement, afin que ces derniers évaluent le montant qu'ils sont prêts à payer pour l'achat des titres de la firme. F.H. Easterbrook souligne que les investisseurs peuvent se mon-

trer réticents à croire les révélations du dirigeant en raison de l'existence d'une asymétrie informationnelle, justifiant alors le recours à des audits externes spécialisés. Toutefois, la collecte d'informations est coûteuse et, par conséquent, elle doit être réalisée par des investisseurs dont la part dans le capital de l'entreprise est suffisante pour que le gain retiré, à savoir l'économie de coûts d'agence réalisée, soit suffisamment important (il s'agit notamment des investisseurs institutionnels). Selon lui, à la fois l'information fournie par ces investisseurs, le volume de titres qu'ils acquièrent dans la firme et le prix payé par action deviennent de précieux indicateurs pour les autres investisseurs. Une solution efficace pour l'obtention d'informations fiables est la garantie de prise ferme des actions par un intermédiaire financier. En effet, en cas d'échec de l'émission, celui-ci s'engage à acheter les titres. Nous pouvons penser que l'intermédiaire, courant un risque, exerce un contrôle efficace de l'émission d'actions et des informations divulguées.

Le dirigeant a intérêt à agir en vue de la maximisation de la richesse des actionnaires et à le faire savoir de façon à optimiser les apports de fonds (nous avons vu qu'une baisse des coûts d'agence entraîne une hausse de la valeur des actions). C'est pourquoi F.H. Easterbrook prétend que les dirigeants qui ont besoin de lever des fonds sur le marché financier agiront plus dans l'intérêt des actionnaires que ceux qui peuvent autofinancer leurs investissements. Le jugement et la surveillance fréquents opérés par les actionnaires constituent une incitation à la performance managériale. Toutefois, les nouveaux actionnaires sont plus aptes à discipliner le dirigeant dans la mesure où leur réaction à un comportement managérial contestable (au sens de l'intérêt des actionnaires) est immédiate : la baisse du prix d'achat des actions voire le refus d'achat. En revanche, les anciens actionnaires ne peuvent influencer les actes du dirigeant que par la vente de leurs actions ou par le vote, sachant que ce dernier est contraint par des considérations de choix collectif. Il est aussi légitime de penser que si le dirigeant, surveillé, est contraint d'agir dans l'intérêt des actionnaires, il limitera sa consommation de revenus non pécuniaires, hypothèse mise en évidence par M.C. Jensen, W.H. Meckling [1976] et qui conduit à un accroissement des coûts d'agence de la firme.

En second lieu, la distribution de dividendes augmente le risque financier de la firme [F.H. Easterbrook 1984]. Le dirigeant fait preuve d'une aversion face au risque supérieure à celle des actionnaires. Selon M.C. Jensen, W.H. Meckling [1976], les faits montrent que les dirigeants n'investissent qu'une fraction de leur richesse dans l'entreprise qu'ils dirigent, en raison de leur aversion pour le risque. Ils préfèrent diversifier leur portefeuille d'actifs pour réduire son risque et, par conséquent, recourir au financement externe dans l'entreprise, au prix d'un accroissement des coûts d'agence. S. Shavell [1979] montre que si les actionnaires d'une firme ne présentent pas la même exposition au risque que le dirigeant, en raison d'une diversification de leur portefeuille, alors ce dernier n'agira pas en vue de la maximisation des profits attendus. On peut s'attendre par conséquent à des conflits d'intérêts entre les deux parties, principal et agent. Pour limiter la divergence d'intérêts entre principal et agent, S. Shavell propose un modèle général de rémunération de l'agent Pareto-optimal. La rémunération du dirigeant devra dépendre, outre du résultat obtenu, de son effort (dans le cas où celui-ci est parfaitement observable) ou de l'information relative à cet effort (dans le cas où il existe une difficulté d'observation de l'effort de l'agent par le principal). L'objection que nous émettons à l'égard de cette proposition réside dans le fait que l'effort du dirigeant n'est pas forcément corrélé à sa prise de risque. Un dirigeant peut investir une large part de son temps, de son énergie et de ses compétences dans la firme qu'il dirige sans forcément entreprendre des investissements conformes aux intérêts des actionnaires. Sa rémunération devrait plutôt dépendre du risque entrepris, le développement du système des *stock-options* est conforme à cet objectif⁵. L'attribution d'actions aux dirigeants a pour but de leur fournir un complément de rémunération par le biais de plus-values en capital liées à la performance boursière de la firme. Marcus [1982] montre que le niveau d'investissement qui maximise la richesse du dirigeant est inférieur à celui qui est optimal pour les actionnaires en

⁵ Pour une synthèse de la littérature sur ce thème, voir P. Desbrières (1997) « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise » in G. Charreaux et al., *Le gouvernement des entreprises*, Économica.

raison de l'aversion excessive face au risque de cet agent⁶. Son modèle est fondé sur la maximisation par chaque individu de la fonction espérance / variance de rentabilité de son portefeuille d'actifs. Il montre que le dirigeant-actionnaire engage davantage de projets à faible variance de rentabilité (projets peu risqués) imposant par ce biais une perte de richesse aux autres actionnaires. Son raisonnement est fondé sur l'hypothèse d'un système de rémunération du dirigeant sous forme d'actions de la firme, actions incessibles sur le marché financier pour une durée donnée. L'incessibilité de ces actions possédées par le dirigeant explique son aversion face au risque, dans la mesure où elle limite ses possibilités de diversification de portefeuille d'actifs. La surveillance du dirigeant imposée par son aversion face au risque génère un coût d'agence. E.F. Fama, M.C. Jensen [1983a, 1983b] en établissant une théorie des formes organisationnelles privées, abordent les caractéristiques du dirigeant-actionnaire en matière de prise de risque. Du fait de l'absence de diversification de son risque en raison d'un investissement à la fois humain et financier dans la même organisation, le dirigeant va privilégier pour son entreprise des investissements et des financements peu risqués⁷. Ce double investissement du dirigeant-actionnaire dans la firme est la cause première de son aversion face au risque dans la mesure où la firme constitue à la fois son patrimoine financier et son emploi. En cas de faillite, il risque de perdre sa richesse pécuniaire mais aussi son emploi, source de revenus réguliers et d'un statut social. F.H. Easterbrook [1984] reprend la thèse de E.F. Fama et M.C. Jensen. Il rappelle que le

⁶ À la différence du modèle de S. Shavell [1979], le dirigeant a non seulement l'initiative de ses efforts mais aussi de la politique d'investissement et de financement.

⁷ Une étude empirique réalisée par A. Agrawal, N. Nagarajan [1990] montre que les entreprises financées entièrement par fonds propres présentent un pourcentage de capital interne significativement supérieur à celui des firmes endettées, de même que les relations familiales entre membres du Conseil d'administration y sont plus nombreuses. Aussi au sein des firmes entièrement financées par fonds propres, le ratio de liquidité est significativement supérieur dans celles dont le Conseil d'administration comporte des membres d'une même famille. Ces tests corroborent l'hypothèse selon laquelle le dirigeant évite le recours à l'endettement pour réduire le risque de son capital familial à la fois humain et financier investi dans la firme.

dirigeant, ayant investi dans l'entreprise tout son capital humain et une partie de son capital financier (sauf dans une entreprise managériale) craint de perdre son travail voire son capital en actions en cas de faillite de la firme. Par conséquent, il sera tenté d'entreprendre des projets d'investissement peu risqués, eu égard aux attentes des actionnaires. En effet, les actionnaires ont une préférence pour les projets risqués car ceux-ci contribuent à accroître leur richesse dans la mesure où eux seuls profitent des gains générés, alors que le risque de faillite est aussi supporté par les créanciers. La réalisation d'investissements faiblement risqués peut générer un transfert de richesse des actionnaires vers les obligataires, si le risque financier devient inférieur à celui prévu lors de la négociation du taux d'intérêt des emprunts, d'où l'apparition de conflits entre dirigeants et actionnaires dans la mesure où les dirigeants sont les agents de ces derniers.

En troisième et dernier lieu, le versement de dividendes élevés limite le *free cash flow* (ou fonds discrétionnaires) de la firme [M.C. Jensen 1986]. M.C. Jensen [1986] a suggéré une source supplémentaire de conflits entre dirigeants et actionnaires fondée sur l'existence de *free cash flow*. Il définit le *free cash flow* comme étant la somme des fonds disponibles après financement de tous les projets rentables (c'est-à-dire les projets qui dégagent une valeur actuelle nette positive sur la base d'un taux d'actualisation requis par les actionnaires). L'apparition d'un conflit entre dirigeants et actionnaires est due à la réalisation de projets non rentables avec ces fonds, alors qu'ils devraient être distribués aux actionnaires. L'exemple de General Motors est révélateur [M.C. Jensen 1989]. Cette entreprise a annoncé en 1987 qu'elle rachèterait, avant la fin de l'année 1990, 20 % de ses propres actions (opération assimilable à une distribution de dividendes). À la mi 1989, elle n'avait racheté que 5 % de ses actions tout en disposant d'une trésorerie excédentaire de près de sept milliards de dollars, laquelle permettait aux dirigeants de tenir leurs engagements. M.C. Jensen constate aussi qu'en 1988, les mille plus grosses entreprises américaines⁸ n'ont versé que cent cinquante neuf milliards de dollars, alors qu'elles ont dégagé mille six cents mil-

⁸ Classées sur la base du critère du chiffre d'affaires.

liards de dollars de capacité d'autofinancement. Le phénomène de *free cash flow* existe car les dirigeants sont tentés de faire croître l'entreprise au-delà de sa taille optimale et ce pour deux raisons : d'une part, la croissance de la firme augmente les ressources sous contrôle managérial et par conséquent accroît le pouvoir des dirigeants [D.C. Mueller 1969⁹], d'autre part la rémunération et la réputation des dirigeants sont positivement liées à la croissance de la firme [K.J. Murphy 1985 ; R.A. Lambert et al. 1991] et à sa taille [K.J. Murphy 1985 ; Schmidt, Fowler 1990 ; R.A. Lambert et al. 1991]. M.P. Narayanan [1985] établit un modèle de prise de décisions du dirigeant dans un univers d'asymétrie informationnelle qui montre que le dirigeant est tenté d'entreprendre des projets rentables à court terme dans la mesure où sa rémunération et sa réputation sont fondées sur les résultats récemment réalisés par la firme. Il constate toutefois que ce comportement « court-termiste » est inversement lié à l'expérience et à la durée du contrat du dirigeant de même qu'au risque encouru par l'entreprise. M. Paquerot [1997]¹⁰ souligne que le prestige associé à l'augmentation des actifs à contrôler et à la réalisation d'une forte croissance justifie des prélèvements supplémentaires qui sont dommageables aux autres partenaires de l'entreprise, notamment à ses actionnaires. Pour G. Charreaux [1997], l'existence de *free cash flow* conduit les dirigeants à des stratégies de diversification pas forcément rentables, en vue d'accroître leur pouvoir discrétionnaire, d'autant que ces investissements ont lieu dans des secteurs qu'ils connaissent bien.

Toutes ces raisons qui convergent en faveur d'une politique de dividendes élevés (car à l'origine d'un accroissement des coûts d'agence)

⁹ Cet auteur utilise les travaux de W.J. Baumol [*Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan 1959], R Marris [*The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press 1964] et J. Williamson [« Profit, Growth and Sales Maximisation », *Econometrica*, vol. 23, 1966]. Cet auteur cherche à expliquer le développement des fusions et acquisitions tous azimuts non pas par des synergies économiques, managériales ou organisationnelles mais avant tout par l'hypothèse de maximisation de la croissance de la firme.

¹⁰ « Stratégie d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle » dans *Le gouvernement des entreprises*, ouvrage collectif sous la direction de G. Charreaux, *Économica*, 540 pages.

ne sont pas indépendantes de la structure d'actionariat de la firme, caractérisée par la structure de propriété et le degré de dispersion du capital de la firme.

1.2. *La légitimité du versement de dividendes élevés dépend de la structure d'actionariat de la firme : elle diminue dans les entreprises familiales*

Les coûts d'agence, découlant des conflits entre actionnaires et dirigeants, sont fonction du degré de propriété des dirigeants dans le capital de la firme et du degré de dispersion de ce capital. Pour M.C. Jensen, W.H. Meckling [1976], plus la part de capital de la firme détenue par son dirigeant est élevée, moins il est tenté de consommer des revenus non pécuniaires dans la mesure où c'est lui qui en supportera le coût. Notons que ces auteurs raisonnent sous l'hypothèse de l'existence d'un marché financier efficient, dans lequel les actionnaires externes sont informés de la consommation de revenus non pécuniaires des dirigeants et, anticipant ce comportement, déterminent le prix de l'action en conséquence. La perte de valeur appelée « perte résiduelle » sera subie par le dirigeant-proprétaire qui cède ses actions. Si les coûts d'agence dus à la consommation de revenus non pécuniaires sont négativement reliés au pourcentage de capital détenu par les dirigeants (capital interne), nous pouvons penser que la nécessité, pour les dirigeants, de justifier leurs actes sera moins grande dans les entreprises à caractère familial, dirigées pour la plupart par leur actionnaire principal ou un des membres de la famille majoritaire au capital. Selon O. Gélienier [1996], les dirigeants jouissent dans les entreprises familiales d'un haut niveau de légitimité. Nous rappelons que pour F.H. Easterbrook [1984], le recours au marché financier, contraint par la distribution de dividendes élevés, s'avère nécessaire aussi dans le but de surveiller les actes des dirigeants. Or, selon M.S. Rozeff [1982], plus la dispersion du capital de la firme est grande, plus la surveillance du dirigeant est rendue difficile. C.W.L. Hill, Snell [1988,1989]¹¹ observent une relation positive entre le

¹¹ Cités par G. Charreaux (1997).

degré de diffusion du capital et la stratégie de diversification qu'ils expliquent par la difficulté de contrôler les dirigeants lorsque le capital est dispersé. De la même manière, D.J. Denis et *al.* [1997] valident une relation négative entre le niveau de diversification et les pourcentages de capital respectifs des dirigeants et d'un bloc de contrôle externe. Dans le même temps, ces auteurs constatent que la réduction de la diversification coïncide avec le *turnover* de l'équipe dirigeante et les menaces de prises de contrôle. H. Demsetz [1983] d'une part, A. Shleifer, R.W. Vishny [1986] d'autre part, voient dans la concentration du capital un moyen de renforcer le contrôle des dirigeants. Cette relation entre concentration du capital et contrôle du management trouve une illustration dans l'étude de J. Pound [1988] sur le vote des actionnaires dans le cas de l'opposition de certains d'entre eux à des propositions managériales. De cette étude il ressort que la probabilité de succès des « dissidents » est d'autant plus élevée que le nombre d'actionnaires est faible, c'est-à-dire que la concentration du capital est forte. J. Pound justifie ces résultats en considérant qu'un grand nombre d'actionnaires constitue un obstacle à la victoire des dissidents parce qu'il est moins coûteux pour un dirigeant que pour un ou plusieurs actionnaires (en l'occurrence les dissidents) d'identifier tous les actionnaires dans le but de les convaincre. La dissidence peut émerger à la suite d'une gestion jugée non conforme aux intérêts des actionnaires. Tous ces travaux montrent une relation positive entre coûts d'agence et degré de dispersion du capital de la firme, liée à la difficulté de surveiller les actes des dirigeants. Ce sont donc les entreprises managériales qui devraient être le plus soumises au risque de déviance du comportement des dirigeants, dans la mesure où ces firmes présentent un actionnariat atomisé dans lequel aucun propriétaire ne détient une part significative du capital. Cette intuition est corroborée par l'étude empirique de R. La Porta et *al.* [1999]. En effet, en étudiant la structure d'actionnariat de 691 firmes parmi 27 pays, ces auteurs observent que les entreprises détenues majoritairement par le public (capital dispersé) sont plus répandues dans les pays où il existe une bonne protection juridique des actionnaires ; au contraire lorsque cette protection est faible, ce sont les entreprises familiales qui dominent.

Nous avons aussi évoqué l'argumentation de F.H. Easterbrook [1984] en faveur du versement de dividendes importants pour rééquilibrer le risque financier de la firme conformément aux intérêts des actionnaires. Selon les travaux de E.F. Fama, M.C. Jensen [1983], c'est probablement pour les firmes familiales, dans lesquelles l'imbrication entre investissement humain et financier est la plus forte, que l'aversion face au risque du dirigeant devrait s'avérer la plus prononcée. Toutefois, dans ces firmes, la majorité du capital est détenue par les dirigeants donc le risque de divergence d'intérêts avec les actionnaires est moindre. Nous soulignons néanmoins que certaines entreprises familiales ont fait appel à un dirigeant extérieur à la famille, le cas le plus connu en France est l'entreprise Peugeot mais ce qui est fondamental pour garder un caractère familial est que la nomination du dirigeant dépende exclusivement du choix des actionnaires familiaux [J. Allouche, B. Amann 1998b].

Enfin, nous avons vu que M.C. Jensen [1986] voit dans le versement de dividendes élevés un moyen de réduire les fonds discrétionnaires des firmes. Puisque dans les firmes familiales les dirigeants sont les principaux actionnaires, il est légitime de concevoir qu'ils sont moins enclins à réaliser des investissements non rentables, destructeurs de valeur pour la firme qu'ils détiennent. M.C. Jensen [1986] propose, au même titre que les dividendes, l'endettement, le rachat d'actions ou les OPA, l'accroissement du pourcentage de capital détenu par les dirigeants en vue de limiter le phénomène de *free cash flow*. Or, les firmes familiales sont caractérisées par un fort pourcentage de capital interne, par conséquent la nécessité de pratiquer des dividendes généreux ou un endettement important est réduite¹². Nous pensons plutôt que les dividendes constituent dans ces firmes une variable résiduelle, issue des contraintes d'autofinancement. Pour G. Hirigoyen [1984], la politique de rétention interne l'emporte dans les moyennes entreprises familiales et leur politique de dividende ne reflète pas un rapport actionnaires-dirigeants. Selon le PDG de la Compagnie Générale d'Industrie et de Participation

¹² J. Allouche, B. Amann [1997] expliquent le moindre endettement des entreprises familiales françaises par la faible intensité des conflits entre actionnaires et dirigeants.

(CGIP), l'emploi des capitaux est plus discuté dans une firme familiale¹³. De la même manière, sur le long terme, on a pu remarquer que les grandes entreprises non familiales étaient plus enclines à réaliser de lourds investissements pas toujours rentables, et que, dans le même temps, les sociétés familiales procèdent à des investissements plus modestes et plus judicieux¹⁴.

1.3. Les hypothèses

Selon M.C. Jensen, W.H. Meckling [1976], les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires externes et les coûts d'agence qu'ils impliquent diminuent lorsque le pourcentage de capital interne croît. Cela est lié à la réduction du montant des revenus non pécuniaires que les dirigeants s'octroient. De la même manière, pour M.C. Jensen [1986], le risque pour l'entreprise de voir réaliser des investissements non rentables décroît avec l'augmentation du capital interne. Les dividendes étant un moyen de limiter la consommation de revenus non pécuniaires, notamment par les mécanismes de surveillance qu'ils génèrent sur le marché financier [F.H. Easterbrook 1984], on peut s'attendre à ce que le niveau des dividendes et le pourcentage de capital interne soient négativement reliés.

Hypothèse 1 : Le pourcentage de capital interne d'une firme exerce une influence négative sur le niveau de ses dividendes.

M.S. Rozeff [1982] considère que le degré de concentration du capital influence les coûts d'agence des fonds propres. En effet, plus la dispersion du capital est élevée, plus la surveillance des dirigeants par les actionnaires est rendue difficile. Il y aurait une relation positive entre coûts d'agence des fonds propres et indice de dispersion du capital. Or, selon F.H. Easterbrook [1984], le versement de dividendes élevés et réguliers crée un mécanisme de surveillance des dirigeants. Par consé-

¹³ Source : Les Échos du 24/02/97.

¹⁴ Source : Les Échos, planisphère du 10/12/98.

quent, on peut attendre une relation positive entre le degré de dispersion du capital et le niveau des dividendes d'une firme.

Hypothèse 2 : La dispersion du capital d'une firme exerce une influence positive sur le niveau de ses dividendes.

Au cours de nos développements, nous avons opposé deux formes extrêmes d'organisation des fonctions de propriété et de décision au sein de la firme : les entreprises managériales et les entreprises familiales telles qu'elles apparaissent dans l'analyse de E.F. Fama, M.C. Jensen [1983]. Toutefois, comme le défend G. Charreaux [1991], l'examen des sociétés françaises cotées permet d'identifier une troisième catégorie de firmes, celle des sociétés contrôlées [G. Charreaux, J.P. Pitol-Belin 1985]. La firme contrôlée est détenue par un ou plusieurs autres firmes qui dominent son Conseil d'administration et nomment ses dirigeants. Les dirigeants de la firme contrôlée sont alors personnellement étrangers au capital de la firme mais ils sont dépendants des actionnaires principaux. De ce fait, la séparation entre propriété et décision est moins forte que pour les entreprises managériales mais il demeure une certaine confusion entre les fonctions de propriété et de contrôle. La typologie de G. Charreaux, J.P. Pitol-Belin [1985], reprise par G. Charreaux [1991], sera utilisée pour étudier l'influence de la structure d'actionnariat sur le niveau de dividendes de firmes françaises cotées.

La présentation de cette étude fait l'objet de la deuxième partie de cet article.

2. L'analyse empirique de l'impact de la structure d'actionnariat sur le niveau de dividendes des firmes françaises cotées

Cette deuxième partie reprend une étude réalisée sur un échantillon de 131 firmes françaises cotées sur la période 1988-1994 qui a pour objet d'étudier l'impact des relations d'agence sur le niveau de dividen-

des¹⁵. Elle s'inscrit donc dans une problématique plus large que celle qui est proposée ici, à savoir analyser l'impact de la structure d'actionnariat sur le niveau de dividendes des firmes. Aussi, nous centrerons l'exposé sur cette dernière problématique.

Dans un premier temps, nous présenterons les études empiriques antérieures relatives au lien entre dividendes et structure d'actionnariat ; nous énoncerons ensuite le choix des variables ; la méthodologie et l'échantillon feront l'objet du troisième volet de cette partie ; enfin, nous présenterons et commenterons les résultats obtenus.

2.1. *La synthèse des études empiriques antérieures*

Un certain nombre d'études anglo-saxonnes portent sur la comparaison du niveau de dividendes de firmes divergeant par leur structure d'actionnariat. Elles sont synthétisées dans le tableau 1.

Il ressort de ces études que les firmes managériales pratiquent en moyenne un taux de distribution supérieur à celui des firmes contrôlées ou entrepreneuriales. Les firmes managériales présentent un faible capital interne et dans le même temps un degré élevé de dispersion du capital, autant d'éléments qui accroissent les coûts d'agence. Le versement de dividendes généreux peut permettre un dédouanement des dirigeants et créer une contrainte de recours au marché financier qui permet une meilleure surveillance des actes des dirigeants. En ce sens, les résultats de ces études corroborent la théorie de l'agence.

¹⁵ M. Calvi-Reveyron [1998], « Dividendes et relations d'agence : le cas de sociétés françaises cotées », UPMF, Grenoble, décembre.

Tableau 1 – *Synthèse des études portant sur la comparaison du niveau de dividendes de firmes à structures de propriété différentes*

Auteur	Pays	Période étudiée	Taille échantillon	Groupes comparés	Conclusion
Kamerschen [1970]	États-Unis	1959-1964	200	Firmes managériales/ Entrepreneuriales	Taux de distribution significativement supérieur pour les firmes managériales
Sorensen [1974]	États-Unis	1948-1966	60	Entreprises managériales/ Contrôlées secteurs par secteur	Taux de distribution supérieur dans 9 secteurs parmi 11 pour les entreprises managériales ; différence significative dans 2 secteurs
Holl [1975]	Grande Bretagne	1948-1960	145	Entreprises managériales/ Contrôlées	Taux de distribution non significativement supérieur en firmes managériales

Alors que les études présentées précédemment n'ont considéré essentiellement que le pourcentage de capital interne comme variable explicative du taux de distribution des dividendes, certains chercheurs ont suggéré d'autres variables pour expliquer le taux de distribution. M.S. Rozeff [1982] propose un arbitrage entre coûts d'agence des fonds propres et coûts de transaction liés à un financement externe lors de la décision de distribution des dividendes conformément à son modèle théorique. Les études qui consistent à construire un modèle linéaire explicatif du niveau de dividendes des firmes sont présentées dans le tableau 2.

Les résultats des études qui viennent d'être présentées tendent à valider l'idée selon laquelle le dividende constitue un mécanisme de surveillance des actes des dirigeants par les actionnaires externes et ce d'autant plus que leur part dans le capital de la firme est faible ou que le capital de celle-ci est dispersé. Toutes ces études ont été réalisées dans un contexte anglo-saxon, il apparaît nécessaire et intéressant de tester les hypothèses énoncées auprès d'entreprises françaises.

Tableau 2 – Synthèse des études ayant estimé un modèle linéaire explicatif du niveau de dividendes des firmes

Auteur	Pays	Période	Taille échantillon	Variables explicatives	Variation expliquée	Conclusion / Théorie agence
Rozeff [1982]	États-Unis	1974-1980	1000	% capital interne indice dispersion du capital taux croissance CA risque financier	taux de distribution	Impact positif de l'indice de dispersion du capital et négatif du % de capital interne
Crutchley, Hansen [1989]	États-Unis	1981-1985	603	% capital interne risque d'exploitation taille firme dépenses R et D	taux de rendement	Impact négatif du % de capital interne
Dempsey, Laber [1992]	États-Unis	1974-1980 1981-1987	968 739	Mêmes variables que M.S. Rozeff	taux de distribution	Mêmes résultats que M.S. Rozeff
Jensen <i>et al.</i> [1992]	États-Unis	1982-1987	565 632	% de capital interne taux endettement ; rentabilité économique ; risque d'exploitation	taux de distribution	Impact négatif du % de capital interne
Alli <i>et al.</i> [1993]	États-Unis	1983-1985	105	% de capital interne indice de dispersion du capital	taux de distribution	Impact négatif du % de capital interne. Pas d'impact de l'indice de dispersion
Agrawal, Jayaraman [1994]	États-Unis	1981	142	% de capital interne taux croissance CA taux fonds discrétionnaires variable muette d'endettement	taux de distribution et taux de rendement	Impact négatif du % de capital interne
Noronha <i>et al.</i> [1996]	États-Unis	1986-1988	400	% de capital interne indice de dispersion du capital ; taille ; risque financier (taux croissance prévisionnel des FP/ taux rentabilité prévisionnel des FP)	taux de distribution	Impact positif de l'indice de dispersion du capital et négatif du % de capital interne dans l'échantillon des firmes où il n'existe pas de système de surveillance ou récompense des dirigeants

2.2. *Le choix des variables*

Il s'agit de justifier nos choix de mesure de la variable expliquée (niveau de dividendes) et des variables explicatives (structure de propriété et dispersion du capital).

2.2.1. *Le choix de la mesure du niveau de dividendes*

La variable utilisée pour mesurer le niveau de dividendes est le taux de distribution (le rapport entre le dividende distribué par action et le bénéfice net par action). L'avantage du taux de distribution réside dans l'information qu'il revêt en termes de rétention de bénéfice et, par conséquent, de constitution de l'autofinancement (le taux de rétention est égal au complément à 100 du taux de distribution). Dans une problématique d'arbitrage entre autofinancement et recours au financement externe, le taux de distribution présente un intérêt certain. En effet, l'analyse d'F.H. Easterbrook [1984] est fondée sur le besoin pour une firme de recourir au marché financier pour réaliser ses investissements, lié à une insuffisance de son autofinancement. La constitution de l'autofinancement dépend de l'importance des résultats de la firme mais aussi de la part de ceux-ci qu'elle décide de verser aux actionnaires à titre de dividendes, or c'est le taux de distribution qui mesure cette part. Nous précisons que les modèles théoriques de M.S. Rozeff [1982] et de G.M. Noronha et *al.* [1996] portent sur le taux de distribution.

Cette variable présente toutefois deux inconvénients sur le plan empirique. Elle dépend du bénéfice net réalisé et notamment du signe de ce dernier. Une firme réalisant un déficit mais distribuant néanmoins des dividendes présente un taux de distribution négatif. De la même manière, l'entreprise qui réalise de faibles résultats mais qui maintient ses dividendes d'une année sur l'autre aura un taux de distribution très élevé, pouvant tendre vers l'infini. Pour mesurer le taux de distribution moyen sur 7 ans, nous avons retenu la moyenne des taux de distribution annuels. En effet, si les dividendes sont un moyen de limiter les fonds à la disposition des dirigeants, c'est chaque année que le taux de distribution doit répondre à cette contrainte.

2.2.2. *Le choix de la mesure des variables explicatives : structure de propriété, dispersion du capital et variables de contrôle*

La structure de l'actionnariat constitue une variable d'agence des relations entre dirigeants et actionnaires, d'une part, et des relations entre actionnaires minoritaires et actionnaires majoritaires, d'autre part. Mais la structure de l'actionnariat d'une entreprise revêt aussi deux caractéristiques : la structure de propriété et la dispersion du capital.

Nous allons, pour chacune de ces caractéristiques, présenter les mesures traditionnellement utilisées dans les études empiriques et celles que nous avons retenues pour notre étude. De la même manière, l'introduction de variables de contrôle dans le modèle de régression linéaire expliquant le niveau de dividendes des firmes observées nous conduit à présenter nos choix pour ces variables.

- *La structure de propriété*

Nous allons chercher s'il existe une différence dans le niveau de dividendes selon la structure de propriété. L'hypothèse 1 prévoit une relation négative entre le niveau de dividendes et le pourcentage de capital détenu par les actionnaires-dirigeants. Par conséquent, le niveau de dividendes doit être plus élevé dans les firmes managériales que dans les firmes entrepreneuriales. Le choix de la mesure de la variable « structure de propriété » doit être guidé par les fondements de notre hypothèse 1. Cette hypothèse repose sur la tentation des dirigeants à consommer des revenus non pécuniaires et ce d'autant plus qu'ils n'en supportent pas le coût, parce que leur part dans le capital de la firme est faible [M.C. Jensen, W.H. Meckling 1976]. La notion de « pourcentage de capital possédé par les dirigeants » est fondamentale puisque le comportement des dirigeants est dicté par leur richesse investie dans l'entreprise. Dans de nombreuses études, c'est l'action de contrôle (conseil d'administration) qui est retenue par rapport à celle de décision (dirigeants), c'est-à-dire que l'on privilégie la séparation propriété-contrôle à la séparation propriété-décision [D.R. Kamerschen 1970 ; Sorensen 1974 ; Holl 1975, A. Agrawal, N. Jayaraman 1994 ; K.L.. Alli et al. 1993].

B.E. Eckbo, S. Verma [1994] privilégient la séparation entre propriété et décision conformément à notre hypothèse 1 puisqu'ils retiennent le pourcentage de capital détenu par les actionnaires-dirigeants¹⁶.

En France, G. Charreaux [1991] utilise deux variables pour appréhender la séparation entre propriété et décision sur laquelle se fonde notre hypothèse 1 :

- le pourcentage de capital représenté par les administrateurs ;
- le rapport entre le pourcentage de capital représenté par les dirigeants et le pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires connus.

Ce chercheur a établi une typologie des sociétés à 3 classes : les firmes familiales, les firmes contrôlées et les firmes managériales¹⁷.

Le pourcentage de capital représenté par les dirigeants diffère du capital détenu par ces derniers, car il inclut le capital des actionnaires appartenant à la famille des dirigeants au sein des sociétés familiales et le capital dont les dirigeants sont les représentants directs en sociétés contrôlées. Le capital représenté par les administrateurs comprend, en sociétés contrôlées, le capital détenu par les firmes dont des dirigeants siègent au Conseil d'administration. Pour les entreprises familiales, il comprend le capital détenu par l'ensemble des membres d'une famille, lorsque celle-ci est présente au Conseil d'administration.

Comme le souligne G. Charreaux [1991], le pourcentage de capital représenté par les administrateurs appréhende davantage la séparation propriété – contrôle dans la mesure où le Conseil d'administration est le lieu de contrôle des dirigeants par les actionnaires.

L'objection que nous faisons au choix du « pourcentage de capital représenté par les dirigeants » réside dans le fait que ce critère ne reflète pas directement l'intérêt financier du dirigeant dans l'entreprise, mais la séparation entre les fonctions de décision et de contrôle. En effet, si le Président Directeur Général d'une société contrôlée est aussi dirigeant de la société-actionnaire dominante, le pourcentage représenté

¹⁶ Nous avons appelé ce capital "capital interne".

¹⁷ Cette typologie a été antérieurement utilisée par G. Charreaux et J.P. Pitou-Belin (1985).

par les dirigeants sera élevé alors que cette personne physique possède une part insignifiante du capital. Ce n'est que pour les sociétés familiales que ce critère s'approche du pourcentage de capital possédé par les dirigeants, puisque dans cette structure de propriété, les membres de la famille sont le plus souvent actionnaires principaux, dirigeants et membres actifs du Conseil d'administration.

Notre point de vue rejoint celui de G.R. Jensen et *al.* [1992] qui retiennent comme pourcentage de capital interne, le pourcentage de capital de la firme détenu par toute personne participant activement aux décisions de la firme¹⁸.

Nous pensons que le pourcentage de capital possédé par les dirigeants reste la mesure la plus adéquate du pourcentage de capital interne. Toutefois cette variable ne permet pas d'établir une typologie, à des fins de comparaison de niveaux de dividendes, en sociétés managériales, contrôlées et familiales, car dans les deux premières catégories de firmes, les dirigeants ne détiennent qu'une part très faible du capital. Cette variable est toutefois à retenir et c'est celle que nous avons retenue, pour estimer un modèle de régression expliquant le niveau de dividendes par le pourcentage de capital interne. Pour établir la décomposition de notre échantillon en fonction de la structure de propriété, et ce dans le but de comparer le niveau de dividendes de chaque groupe de sociétés, nous avons utilisé le pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires connus¹⁹. Si nous supposons que le ou les détenteurs de la majorité du capital ont une action directe ou indirecte sur les décisions et le contrôle de la firme, le pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires connus s'avère mesurer l'intensité des conflits d'agence. Nous sommes conscients que la méconnaissance de la distribution des droits de vote sera une source d'erreur dans la classification des entreprises dans la mesure où la répartition des droits de vote n'est pas toujours proportionnelle à la part de capital détenu, certaines actions étant dotées d'un droit de vote double. Une firme peut être classée dans le groupe des sociétés managériales parce que le pourcen-

¹⁸ Cette mesure appréhende bien la séparation entre propriété et décision.

tage de capital du ou des principaux actionnaires est faible, alors que cet ou ces actionnaires y exercent un contrôle significatif. Nous avons choisi de ne retenir que le pourcentage de capital des actionnaires détenant au moins 5% de la société. Sur l'ensemble de la période, nous avons constaté la valeur de cette variable à la fin de chaque année.

Toutefois, ce critère étant avant tout un critère de concentration du capital, nous avons dû procéder à une analyse plus fine de celui-ci grâce à la nature des principaux actionnaires et à la part respective de chacun d'entre eux²⁰ dans le capital de la firme.

La décomposition de notre échantillon s'est réalisée donc de la façon suivante :

- si aucun actionnaire ne détient une part de capital égale ou supérieure à 33 1/3 % et si aucun actionnaire détenant moins de 33 1/3 % du capital n'en a le contrôle absolu, la société est dite managériale (groupe M) ;

- si un actionnaire société détient au moins 33 1/3 % du capital ou si un actionnaire qui détient une part inférieure à cette fraction de capital y exerce un contrôle absolu, la société est dite contrôlée²¹ (groupe C) ;

- si une personne physique ou une famille (ensemble de personnes physiques) détient au moins 33 1/3 % du capital ou une part inférieure à ce montant mais exerce un contrôle absolu, la société est dite familiale (groupe F).

Le contrôle absolu correspond à une situation dans laquelle le reste du capital est totalement dispersé ou alors fractionné en parts non significatives relativement à la fraction détenue par la société ou la famille. Le choix d'un seuil à 33 1/3 % correspond à la minorité de blocage nécessaire en assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

Cette typologie, empruntée à G. Charreaux [1991], a le mérite d'établir une distinction des firmes en fonction de l'importance du capital du principal actionnaire (firmes managériales par rapport aux autres) mais

¹⁹ Cette information est obtenue dans l'annuaire DAFSA des Liaisons Financières.

²⁰ La collecte des noms et des pourcentages de capital des principaux actionnaires connus nous a permis ce classement.

²¹ Ont été classées dans cette catégorie les firmes à contrôle joint.

aussi en fonction de la nature juridique du principal actionnaire (firmes familiales par rapport aux firmes contrôlées) qui sous-tend une participation différente des dirigeants dans le capital de la firme.

Pour les sociétés managériales, aucun actionnaire ne détient une part significative du capital et les dirigeants sont externes ; il y a donc séparation totale entre propriété et décision. La distribution de dividendes élevés permet de montrer aux actionnaires externes que les dirigeants agissent conformément à leurs intérêts. Pour les sociétés familiales, les dirigeants sont les propriétaires principaux de l'entreprise et le capital est fortement concentré, l'imbrication est forte entre propriété et décision, d'où l'absence de relations d'agence entre détenteurs du capital et dirigeants. Le niveau des dividendes doit être plus élevé dans les sociétés managériales que dans les firmes familiales. Dans les sociétés contrôlées par un groupe, les dirigeants sont externes, comme pour les sociétés managériales. Toutefois, le groupe détenteur d'une partie importante du capital étant présent au Conseil d'administration (celui-ci nomme les dirigeants), la séparation entre propriété et décision n'est pas aussi franche que pour les sociétés managériales [G. Charreaux, J.P. Pitol-Belin 1990]. Pour appréhender cette séparation entre les fonctions de propriété et de décision, il faudrait connaître la composition du Conseil d'administration et le pouvoir détenu par les administrateurs représentant le groupe actionnaire. Dans ce type de société, il y a bien relation d'agence entre dirigeants et actionnaires, mais la séparation entre propriété et décision et entre décision et contrôle est plus floue que pour les sociétés managériales.

• *La dispersion du capital*

Concernant la variable « dispersion du capital », plusieurs mesures sont possibles. M.S. Rozeff [1982] retient le logarithme du nombre d'actionnaires. Le nombre d'actionnaires est selon lui un indicateur de la capacité de surveillance des dirigeants par les actionnaires. Travaillant sur des sociétés françaises, nous ne disposons pas de cette information. Sur un plan pratique, nous pouvons retenir le nombre des principaux actionnaires connus, mais ce critère n'appréhende pas la dispersion du capital. Prenons un exemple pour illustrer ce propos : l'entreprise dont un actionnaire détient 15 % du capital et le reste du capital étant détenu par le

public sera considérée comme firme à capital concentré (un seul actionnaire principal), alors que l'entreprise dans laquelle quatre actionnaires principaux se partagent 90 % du capital sera classée dans les sociétés à capital dispersé. G. Charreaux [1991] retient, comme indicateur de concentration du capital, le rapport entre le pourcentage de capital des principaux actionnaires connus et le complément à 100 du pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires connus²². Le dénominateur de ce ratio est un critère de dispersion du capital.

Puisque l'hypothèse émise sur la relation entre le niveau de dividendes et la dispersion du capital est fondée sur les difficultés de surveillance des dirigeants par les actionnaires, une variable qui appréhende la séparation entre propriété et contrôle peut être retenue comme mesure de la dispersion du capital. Le complément à 100 du pourcentage de capital représenté par les administrateurs traduit bien la séparation entre les fonctions de propriété et de contrôle. Nous avons retenu cette mesure de la dispersion du capital, c'est-à-dire le pourcentage de capital détenu par le public.

2.3. Méthodologie et échantillon

2.3.1. Méthodologie

Nous avons procédé à des comparaisons des rangs du taux de distribution de groupes de firmes différenciés selon la structure de propriété (firmes managériales, contrôlées ou familiales) ainsi qu'à la construction de modèles de régression linéaire expliquant le taux de distribution de la firme par les variables « pourcentage de capital interne » et « indice de dispersion du capital ».

2.3.2. Échantillon

Nous avons réalisé deux études, la première est celle qui est partiellement présentée ici et la seconde correspond à l'examen de la réaction

²² La variable exacte utilisée est le logarithme de "pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires / 100 - pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires".

des actionnaires à l'annonce du dividende. Pour la constitution des deux échantillons correspondant à nos deux études, nous sommes partis des annonces de dividendes publiées dans le quotidien « Les Échos ». Nous avons consulté les numéros des mois de mars, avril et mai de 1989 à 1995 afin d'obtenir les dates d'annonce des dividendes distribués par des firmes qui clôturent leurs comptes le 31 décembre de chaque année (de 1988 à 1994). Le Conseil d'administration tient une réunion après la clôture des comptes au cours de laquelle il établit les projets de dividendes. À la suite de cette réunion, plusieurs informations financières relatives à la firme sont annoncées dans la presse. Dans la mesure où les comptes doivent être clos dans les 4 mois suivant la fin de l'exercice comptable, il nous a semblé logique de consulter la presse à partir de mars pour des firmes dont l'exercice comptable coïncide avec l'exercice civil. Les actionnaires sont réunis en Assemblée générale ordinaire dans les 6 mois qui suivent la clôture de l'exercice. Au cours de cette assemblée, le Conseil d'administration leur propose notamment, après l'approbation des comptes, de se prononcer par vote sur le projet d'affectation des résultats. Nous avons tout d'abord recensé 1 342 annonces de dividendes réalisées par 449 firmes. Ces annonces constituent le point de départ de l'élaboration de notre échantillon pour l'étude du niveau de dividendes. Nous avons éliminé :

- les sociétés cotées au Hors cote ;
- les sociétés ayant fait l'objet d'une fusion, fusion-absorption, cessation de paiement, redressement judiciaire ou changement de cotation (passage au Hors cote ou sortie de la Cote) durant la période d'étude ;
- les sociétés introduites au Second marché en cours de période ;
- les sociétés filiales à 100 % d'une autre firme ;
- les banques, établissements de crédit, compagnies d'assurance, sociétés de courtage, sociétés de portefeuille, sociétés de développement et de financement, SICOMI et sociétés immobilières lorsque cette présélection n'avait pas été réalisée par consultation des Échos ;
- les sociétés pour lesquelles il y a eu, sur les 7 années d'étude, plus de deux absences de distribution ou plus de deux résultats déficitaires.

L'exclusion des sociétés ayant fait l'objet de restructurations évite les biais de comportement de distribution liés à une période de mutation.

L'élimination des sociétés financières et quasi financières se justifie par les spécificités de financement de ces firmes. Après cette sélection, il reste 131 sociétés dont 56 sont cotées au Règlement mensuel, 39 au Comptant et 36 au Second marché. La liste des sociétés sélectionnées figure en annexe.

La collecte des données a été réalisée sur la base de données DAFSALIENS, sur les annuaires DAFSA des Sociétés Cotées, des Liens Financiers et des Administrateurs ainsi que sur les Comptes consolidés directement publiés par les firmes. Nous n'avons pas pu travailler sur la base de données DIANE, en raison des nombreuses absences de données consolidées.

2.4. Les résultats de l'étude

Nous avons vu que la politique de dividende pouvait constituer un moyen de réduire les conflits d'agence entre actionnaires-dirigeants ou dirigeants externes et actionnaires externes. En fonction de l'acuité de ces problèmes d'agence, et notamment selon la structure d'actionnariat, on s'attend à des politiques de dividende différentes. La structure de l'actionnariat est caractérisée par deux éléments : la structure de propriété fondée sur le pourcentage de capital détenu par les dirigeants (appelé « capital interne ») et la dispersion du capital. Nous avons étudié successivement ces deux caractéristiques.

2.4.1. Comparaison des niveaux de dividendes en fonction de la structure de propriété : sociétés familiales/sociétés managériales ou contrôlées

Comme il a déjà été dit, nous avons retenu la typologie de G. Charreaux [1991] fondée sur la composition du capital détenu par les principaux actionnaires connus. L'hypothèse 1 prévoit une relation négative entre le niveau de dividendes et le pourcentage de capital interne.

Les tests de comparaison paramétriques et non paramétriques des taux de distribution moyens annuels révèlent des différences significatives, le plus souvent entre des taux de distribution moyens non consécutifs dans le temps. Sur 7 ans, nous ne pouvons pas conclure à la station-

narité du taux de distribution. Nous présentons les résultats des tests non paramétriques de comparaison de rangs année par année et pour l'ensemble de la période des trois groupes à structure de propriété différente. Nous avons aussi comparé la politique de dividende du groupe des sociétés familiales avec celle du groupe composé des deux autres catégories de firmes (contrôlées et managériales).

Sur la période étudiée, deux sociétés à contrôle salarial (Sagem et Gérard Pasquier International) n'ont pas été classées, en raison de la spécificité de ce type d'actionnariat. Parmi les 129 sociétés restantes, seulement deux ont connu un changement de structure de propriété à savoir le passage de société familiale à société contrôlée pour l'une en 1992 (MB électronique) et pour l'autre en 1993 (Optorg).

Nous présentons ci-dessous les effectifs des trois groupes de sociétés pour chacune des périodes étudiées.

Tableau 3 – Effectifs des groupes de sociétés

Effectif	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	7 ans
Gr 1 : managériales	11	11	11	11	11	11	9	11
Gr 2 : contrôlées	58	59	59	58	57	58	58	58
Gr 3 : familiales	59	59	58	57	55	54	54	54

Outre les deux changements de structure de propriété mentionnés ci-dessus, les différences d'effectifs entre deux années sont dues aux données manquantes sur les taux de distribution liées à la non-significativité de certains (en cas de résultats nets négatifs).

Tableau 4 – Tests non paramétriques de comparaisons des taux de distribution en fonction de la structure de propriété de la firme

Période	Caractéristiques statistiques		Test de Mann Whitney	
1988	$\mu M = 0,4924$ $\mu C = 0,4114$ $\mu F = 0,4659$ $\mu M+C = 0,424$	$\sigma M = 0,24$ $\sigma C = 0,241$ $\sigma F = 0,393$ $\sigma M+C = 0,24$	Z M/C = -1,057 Z M/F = -0,754 Z C/F = -0,174 Z M+C/F = -0,07	P M/C = 0,145 P M/F = 0,225 P C/F = 0,43 P M+C/F = 0,47
1989	$\mu M = 0,5551$ $\mu C = 0,4625$ $\mu F = 0,4625$ $\mu M+C = 0,477$	$\sigma M = 0,265$ $\sigma C = 0,243$ $\sigma F = 0,529$ $\sigma M+C = 0,25$	ZM/C = -1,033 ZM/F = -1,844 ZC/F = -1,597 ZM+C/F = -1,941	PM/C = 0,15 pM/F = 0,032 ** pC/F = 0,055 * pM+C/F = 0,025 **
1990	$\mu M = 0,5027$ $\mu C = 0,6032$ $\mu F = 0,4071$ $\mu M+C = 0,587$	$\sigma M = 0,222$ $\sigma C = 0,446$ $\sigma F = 0,262$ $\sigma M+C = 0,42$	ZM/C = -0,282 ZM/F = -1,407 ZC/F = -2,861 ZM+C/F = -2,92	P M/C = 0,389 P M/F = 0,08 *** P C/F = 0,002 *** PM+C/F = 0,00***
1991	$\mu M = 0,4823$ $\mu C = 0,5398$ $\mu F = 0,4109$ $\mu M+C = 0,531$	$\sigma M = 0,176$ $\sigma C = 0,396$ $\sigma F = 0,245$ $\sigma M+C = 0,37$	Z M/C = -0,074 Z M/F = -1,337 Z C/F = -2,00 Z M+C/F = -2,145	P M/C = 0,47 P M/F = 0,09 *** P C/F = 0,023 ** PM+C/F = 0,015 **
1992	$\mu M = 0,6744$ $\mu C = 0,6160$ $\mu F = 0,5274$ $\mu M+C = 0,626$	$\sigma M = 0,441$ $\sigma C = 0,417$ $\sigma F = 0,391$ $\sigma M+C = 0,42$	Z M/C = -0,33 Z M/F = -1,278 Z C/F = -1,42 Z M+C/F = -1,623	P M/C = 0,37 P M/F = 0,10 * P C/F = 0,078 * PM+C/F = 0,053 *
1993	$\mu M = 0,6046$ $\mu C = 0,7324$ $\mu F = 0,4454$ $\mu M+C = 0,711$	$\sigma M = 0,313$ $\sigma C = 0,84$ $\sigma F = 0,485$ $\sigma M+C = 0,776$	ZM/C = -0,341 ZM/F = -2,014 ZC/F = -2,497 ZM+C/F = -2,79	PM/C = 0,367 PM/F = 0,022 ** PC/F = 0,007 *** PM+C/F = 0,003 ***
1994	$\mu M = 0,6171$ $\mu C = 0,6473$ $\mu F = 0,5676$ $\mu M+C = 0,643$	$\sigma M = 0,276$ $\sigma C = 0,414$ $\sigma F = 0,528$ $\sigma M+C = 0,395$	ZM/C = -0,177 ZM/F = -1,292 ZC/F = -1,83 ZM+C/F = -1,99	PM/C = 0,43 PM/F = 0,098 * PC/F = 0,034 ** PM+C/F = 0,023**
Les 7 années (a)	$\mu M = 0,5341$ $\mu C = 0,4921$ $\mu F = 0,4068$ $\mu M+C = 0,4987$	$\sigma M = 0,182$ $\sigma C = 0,205$ $\sigma F = 0,158$ $\sigma M+C = 0,20$	ZM/C = -0,767 ZM/F = -2,147 ZC/F = -2,377 ZM+C/F = -2,71	PM/C = 0,221 pM/F = 0,016 ** pC/F = 0,0087 *** pM+C/F = 0,003 ***

(a) : la variable retenue pour chaque observation est la moyenne des taux de distribution observés sur 7 ans ou moins ;

μM (σM) représente la moyenne (l'écart-type) du groupe M des sociétés managériales.

μC (σC) représente la moyenne (l'écart-type) du groupe C des sociétés contrôlées.

μF (σF) représente la moyenne (l'écart-type) du groupe F des sociétés familiales.

$\mu M+C$ ($\sigma M+C$) représente la moyenne (l'écart-type) du groupe des sociétés managériales et contrôlées

z est la somme centrée réduite des rangs dont la différence entre la moyenne du groupe n et la moyenne du groupe n+1 est positive

p est la probabilité de rejet à tort de l'hypothèse nulle d'égalité des rangs (test unilatéral).

* : significatif à 10 % ; ** : significatif à 5 % ; *** : significatif à 1 %.

Source : adaptation des résultats de M. Calvi-Reveyron [1998], « Dividendes et relations d'agence : le cas des sociétés françaises cotées ».

Pour toutes les périodes, sauf 1988, nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des taux de distribution des groupes 1 et 3 : les entreprises managériales présentent un taux de distribution significativement différent de celui des firmes familiales et le sens de la différence est conforme à l'hypothèse 1 : les entreprises managériales sont plus « généreuses » que les sociétés familiales.

Quelle que soit l'année, le groupe des firmes managériales présente un taux de distribution moyen supérieur à celui des firmes familiales.

Quelle que soit la période considérée, aucune différence n'apparaît entre les rangs du taux de distribution des firmes managériales et des firmes contrôlées au seuil d'erreur de 10 %.

Pour toutes les périodes sauf 1988 et 1989, les sociétés contrôlées ont un taux de distribution moyen supérieur à celui des firmes familiales mais la différence n'est statistiquement significative qu'en 1990, 1991 et 1993 et sur l'ensemble de la période. La confrontation du sous-échantillon, constitué des groupes M et C réunis au sous-échantillon des firmes familiales, conduit à rejeter l'hypothèse nulle d'égalité des taux de distribution pour l'ensemble de la période. Les firmes familiales présentent un niveau de dividendes moins élevé que les autres firmes. Cette différence est statistiquement significative au seuil de 10 % toutes les années sauf 1988 et sur l'ensemble de la période. L. Mahéault [1998] constate que les firmes familiales non cotées françaises ne distribuent que très rarement des dividendes mais il explique ce comportement financier par l'existence d'autres formes de rémunération des dirigeants-proprétaires dans ces firmes. Nous rappelons que dans les sociétés familiales, les fonctions de propriété (pour la majorité du capital) et de décision étant entre les mains des mêmes personnes, membres d'une famille, les risques de conflits d'agence diminuent entre dirigeants et actionnaires.

De ces tests de comparaison de taux de distribution, il ressort plusieurs éléments :

– les entreprises managériales ont un taux de distribution moyen sur la période plus élevé que les entreprises familiales, ce qui valide l'hypothèse 1 ;

- les entreprises contrôlées présentent un taux de distribution plus important que les sociétés familiales sur l'ensemble de la période et pendant 6 années sur 7 ;
- les entreprises familiales ont un taux de distribution inférieur à celui des autres firmes sur l'ensemble de la période et pendant 6 années sur 7.

L'hypothèse 1 est validée sur le taux de distribution.

La décomposition de notre échantillon sur le critère de la structure du capital fragilise les résultats statistiques obtenus dans la mesure où le groupe des firmes managériales ne comporte que 11 observations. Nous sommes conscients de cette limite mais nous n'avons pas pu accroître la taille de ce groupe en raison de la rareté de cette catégorie de firmes sur le marché financier français et des restructurations récentes que certaines d'entre elles ont subi au cours de notre période d'étude relativement longue (7 ans).

2.4.2. *Estimation d'un modèle de régression expliquant le niveau de dividendes par la structure d'actionariat*

Nous avons estimé un modèle expliquant le taux de distribution des firmes observées par les deux variables qui caractérisent la structure d'actionariat, à savoir le pourcentage de capital interne et l'indice de dispersion du capital²³.

Nous avons retenu comme mesure du pourcentage de capital interne le pourcentage de capital détenu par les dirigeants. Contrairement à G. Charreaux [1991], nous avons privilégié le capital détenu et non pas représenté par les dirigeants afin de faire une distinction entre firmes familiales et firmes contrôlées²⁴. Nous entendons par dirigeants, le Président Directeur Général, les directeurs généraux et les directeurs généraux adjoints. L'hypothèse 1 prévoit une relation négative entre niveau de dividendes et pourcentage de capital interne. Nous rappelons que

²³ Nous avons vérifié que la corrélation entre ces deux variables n'est pas statistiquement significative.

²⁴ Le dirigeant d'une société contrôlée, qui est aussi dirigeant de la société actionnaire-dominant, ne possède qu'une très faible part du capital de la firme.

nous avons privilégié comme mesure de la dispersion du capital le complément à 100 du pourcentage de capital possédé par les principaux actionnaires connus. L'hypothèse 2 prévoit une relation positive entre le niveau de dividendes et l'indice de dispersion du capital de la firme. Le tableau 7 présente les résultats du modèle suivant :

$$DIV_i = \alpha_i + \beta_i (\% \text{ capital dirigeants}_i) + \delta_i (\text{indice dispersion capital}_i) + \mu_i$$

Les coefficients de détermination sont très faibles même lorsque le modèle est statistiquement significatif, ce qui signifie que le pourcentage de variance du niveau de dividendes expliqué par le pourcentage de capital interne et l'indice de dispersion du capital est peu élevé.

Conformément à l'hypothèse 1, le signe du coefficient de régression du pourcentage de capital interne est négatif. Ce coefficient est significativement différent de zéro trois années sur sept et sur l'ensemble des 7 ans. Toutes les études anglo-saxonnes recensées dans le tableau 2 portant sur l'examen de l'influence du pourcentage de capital détenu par les dirigeants montrent une relation négative et statistiquement significative entre les deux variables.

Le signe du coefficient de régression de l'indice de dispersion du capital est positif certaines années, conformément à l'hypothèse 2 ou négatif. De même, sur l'ensemble de la période, le coefficient de régression est positif. Toutefois, quelle que soit la période, le taux de distribution n'est pas significativement influencé par l'indice de dispersion, l'hypothèse 2 n'est pas validée. Ces résultats corroborent ceux obtenus pour les comparaisons de rangs. M.S. Rozeff [1982] qui intègre aussi dans son modèle d'explication du taux de distribution l'indice de dispersion obtient une relation positive et statistiquement significative à 1 % entre les deux variables. Il en est de même pour S.J. Dempsey, G. Laber [1992] et G.M. Noronha et al. [1996]. En revanche, K.L. Alli et al. [1993] obtiennent des résultats non statistiquement significatifs.

Tableau 7 – Estimation d'un modèle de régression multivarié expliquant le taux de distribution par le pourcentage de capital interne et l'indice de dispersion du capital

Période	Coefficient de régression	T	R ² ajusté %	F	p
1988	-0,013 -0,066 0,478	-0,14 -0,70 7,01 ***	1,2	0,25	0,779
1989	-0,008 0,010 0,464	-0,09 0,11 5,46 ***	1,6	0,01	0,986
1990	-0,137 -0,078 0,613	-1,50 -0,86 7,46 ***	0,5	1,29	0,279
1991	-0,204 -0,019 0,546	-2,24 ** -0,20 7,92 ***	2,5	2,54	0,083 *
1992	-0,124 0,110 0,535	-1,35 1,20 6,66 ***	1,5	1,93	0,150
1993	-0,199 0,030 0,625	-2,15 ** 0,33 5,12 ***	2,5	2,53	0,084 *
1994	-0,157 0,039 0,629	-1,69 * 0,42 7,19 ***	1,0	1,56	0,214
Sur les 7 années	-0,227 0,009 0,492	- 2,54 ** 0,098 12,1 ***	3,74	3,45	0,035 **

* : significatif à 10 % ** : significatif à 5 % *** : significatif à 1 %

Source : adaptation des résultats de M. Calvi-Reveyron [1998], « Dividendes et relations d'agence : le cas des sociétés françaises cotées ».

Nous signalons que l'introduction de variables de contrôle (taille, risque financier et rentabilité économique de la firme) par le biais de facteurs issus d'une analyse en composantes principales n'accroît pas le pouvoir explicatif du modèle (voir M. M. Calvi-Reveyron [1999]). Finalement, le niveau de dividendes d'entreprises françaises cotées s'explique peu par les caractéristiques de structure d'actionnariat.

Conclusion

L'objectif de cette recherche était d'examiner l'influence de la structure d'actionnariat sur le niveau de dividendes et, notamment, de voir si les entreprises familiales distribuent moins de dividendes que les autres firmes en vertu des principes d'agence. Les firmes familiales apparaissent moins généreuses que les autres firmes, contrôlées ou managériales. Nous pouvons dégager de cette étude des conclusions plutôt contrastées en termes de validation de la théorie de l'agence quant aux relations actionnaires-dirigeants : le pourcentage de capital interne, c'est-à-dire celui détenu par les dirigeants, exerce un impact négatif sur le taux de distribution des firmes, alors que l'indice de dispersion du capital n'affecte pas ce ratio. Au vu des résultats obtenus, il semble que la structure de propriété fondée sur la séparation entre propriété et décision (mesurée par le pourcentage de capital détenu par les dirigeants) détermine davantage le niveau de dividendes que l'indice de dispersion du capital censé mesurer la difficulté de surveillance des dirigeants.

Cette étude est à notre connaissance la première menée en France sur la relation entre niveau de dividendes et structure du capitalisme.

Nous devons mentionner un certain nombre de limites inhérentes à celle-ci. La première a trait aux mesures retenues pour appréhender certaines variables, notamment le critère d'établissement de la typologie des firmes. Nous sommes conscients que le pourcentage de capital détenu par les principaux actionnaires n'appréhende pas correctement leurs droits de vote respectifs. La deuxième limite tient à la non-prise en compte des systèmes disciplinaires du dirigeant pouvant agir sur la gestion des conflits avec les actionnaires (système d'intéressement par exemple) et de la forme prise par ces systèmes. De même au sein des entreprises familiales, il aurait été intéressant de distinguer celles qui sont gérées par un membre de la famille de celles qui ont fait appel à un dirigeant externe. Aussi, la liaison entre niveau de dividendes et structure d'actionnariat a été appréhendée sous l'angle de la relation entre actionnaires internes et actionnaires externes, or l'introduction des relations entre actionnaires minoritaires et actionnaires majoritaires aurait sans doute enrichi ce travail. Nous pouvons enfin reprocher à cette

étude l'absence volontaire de considérations fiscales qui auraient pu reposer sur les différences d'imposition des dividendes entre les actionnaires-société mère (exonérés) et les actionnaires individuels (notamment actionnaires-dirigeants des sociétés familiales) soumis à l'impôt sur le « revenu ».

Bibliographie

- Agrawal A, 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, Nagarajan N.J. [1990], « Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control, The Case of All Equity Firms », *The Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, September, p. 1325-1331.
- Alli K.L. et al. [1993], « Determinants of Corporate Dividend Policy, A Factorial Analysis », *Financial Review*, vol. 28, n° 4, p. 523-547.
- Allouche J., Amann B. [1997], « Le retour triomphant du capitalisme familial », *L'Expansion Management Review*, n° 85, juin, p. 92-99.
- Allouche J., Amann B. [1998a], « La confiance, une explication des performances des entreprises familiales », *Économies et Sociétés, Sciences de Gestion*, Série SG n° 8/9, p. 129-154.
- Allouche J., Amann B. [1998b], « Le second marché au cœur de l'aventure entrepreneuriale française », *Cahiers du Larego*, avril.
- Calvi-Reveyron M. [1998], « Dividendes et relations d'agence, le cas de sociétés françaises cotées », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Grenoble II, décembre.
- Calvi-Reveyron M. [1999] : « Niveau de dividendes, relations d'agence et structure d'actionnariat, le cas d'entreprises françaises cotées », *Conférence de l'Association Française de Finance*, Aix en Provence, juin, Cdrom.
- Charreaux G. [1991], « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Economique*, n° 3, mai, p. 521-552.
- Charreaux G. (Éd) [1997], *Le Gouvernement des Entreprises, théorie et faits*, Économica.

- Charreaux G., Pitol-Belin J.P. [1985], « La théorie contractuelle des organisations, une application au conseil d'administration », *Économie et Sociétés série Sciences de Gestion*, tome 19, n° 6, juin, p. 149-181.
- Charreaux G., Pitol-Belin J.P. [1990], *Le conseil d'administration*, Vuibert.
- Crutchley C.E., Hansen R.S. [1989], « A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends », *Financial Management*, vol. 18, n° 4, p. 36-46.
- Davis, Tagiuri [1992], « Bivalent Attributes of the Family Firm », Working paper, Owner Managed Business Institute, Santa Barbara
- Dempsey S.J., Laber G. [1992], « Effects of Agency and Transaction Costs on Dividends Payout Ratios, Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis », *Journal of Financial Research*, vol. 15, n° 4, p. 317-321.
- Demsetz H. [1983], « The Structure of Ownership and the Theory Of The Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin, p. 375-390.
- Denis D.J. et al. [1997], « Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, March, p. 135-160.
- Desbrières P. [1997], « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in G. Charreaux (Éd), *Le gouvernement d'entreprise, théorie et faits*, Économica.
- Easterbrook F.H. [1984], « Two Agency-Cost Explanations of Dividends », *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, September, p. 651-657.
- Eckbo B.E., Verma S. [1994], « Managerial Shareownership, Voting Power and Cash Dividend Policy », *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, March, p. 33-62.
- Fama E.F., Jensen M.C. [1983], « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 301-325.
- Fama E.F., Jensen M.C. [1983], « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 327-349.
- Gaver J.J., 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.

Gélinier O. [1996], *La réussite des entreprises familiales, les Moyennes Entreprises Patrimoniales un atout pour l'avenir*, PUF.

Hill C.W.L., Jones T.M. [1992], « Stakeholder-Agency Theory », *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 2, March, p. 131-154.

G. Hirigoyen G. [1984], « Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées ? », *Analyse Financière*, n° 436, février, p 207-210.

Holl P. [1975], « Effect of Control Type on the Performance of the Firm in the UK », *Journal of Industrial Economics*, June, p. 257-271.

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

Jensen M.C. [1989], « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, September-October, p. 61-74.

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

Jensen G.R. et al. [1992], « Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n° 2, p. 247-263.

Kalay A. [1980], « Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints », *Journal of Financial Economics*, n° 10, February, p. 211-233.

Kamerschen D.R. [1970], « A Theory of Conglomerate Mergers, Comments », *Quarterly Journal of Economics*, November, p. 668-673.

La Porta R. et al. [1999], « Corporate Ownership Around the World », *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, April, p. 471-517.

Lambert R.A. et al. [1991], « How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size ? », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 395-402.

- Mahérault L. [1997], « Fonction d'investissement et cotation, une étude empirique sur des PME familiales », Journées internationales de l'AFFI, Grenoble, CDRom.
- Mahérault L. [1998], « Des caractéristiques financières spécifiques aux entreprises familiales non cotées », *La Revue du Financier*, n° 114, p. 59-75.
- Mueller D.C. [1969], « A Theory of Conglomerate Mergers », *Quarterly Journal of Economics*, November, p. 643-659.
- Murphy K.J. [1985], « Corporate Performance and Managerial Remuneration, an Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, p. 11-42.
- Myers S.C. [1977], « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, n° 5, p. 147-175.
- Narayanan M.P. [1985], « Managerial Incentives For Short-Term Results », *The Journal of Finance*, vol. 40, n° 5, December, p. 1469-1484.
- Noronha G.M. et al. [1996], « The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions », *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, p. 439-454.
- Paquerot M. [1997], « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement d'entreprise, théorie et faits*, Economica.
- Pound J. [1988], « Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 237-265.
- Rozeff M.S. [1982], « Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio », *Journal of Financial Research*, vol. 5, Fall, n° 3, p. 249-259.
- Shavell S. [1979], « Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship », *Bell Journal of Economics*, Spring, p. 55-73.
- Shleifer A., Vishny R.W. [1986], « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, p. 461-488.
- Smith C.W., Watts R.L. [1992], « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, p. 263-29.

Annexe – Échantillon de firmes françaises cotées

Nom société	Marché	Structure d'actionnariat
Accor	RM	M
Air Liquide	RM	M
Alspi	RM	C
Bhv	RM	C
Fromagerie Bel	RM	C
Bic	RM	F
Bon Marché	RM	C
Bongrain	RM	F
Bouygues	RM	F
Canal +	RM	C
Carrefour	RM	F
Castorama	RM	C
Colas	RM	C
Comptoirs modernes	RM	C
Dassault aviation	RM	F
De Dietrich	RM	F
DMC	RM	M
Cie gale eaux	RM	M
Ecco SA	RM	F
Epéda B Faure	RM	C
Essilor	RM	C
Esso SAF	RM	C
Gascogne SA	RM	M
Groupe Cité	RM	C
GTM entrepose	RM	C
Guyenne Gascogne	RM	F
Havas	RM	M
Imétal	RM	C
Labinal	RM	F
Lafarge Coppee	RM	M
Lebon	RM	C
Jean Lefebvre	RM	C
Legrand	RM	F
LVMH	RM	F
Cie navigation mixte	RM	C
Nord Est	RM	C
L'Oréal	RM	F
Pernod Ricard	RM	F
Peugeot SA	RM	F
Plastic Omnium	RM	F
Primagaz	RM	C
Promodès	RM	C
Publicis	RM	F
Roussel Uclaf	RM	C
Sagem	RM	non classée
Saint Gobain	RM	M

Saint Louis	RM	C
SAT	RM	C
SEB	RM	F
SFIM	RM	C
Sita	RM	C
Sodexho	RM	F
Sommer K.L.. Allibert	RM	F
Synthélabo	RM	C
Valéo	RM	C
Application Gaz	Comptant	C
Arbel	Comptant	F
Baccarat	Comptant	C
Carbone Lorraine	Comptant	C
Carbonique	Comptant	C
Cica	Comptant	C
CGEA	Comptant	C
CGP	Comptant	C
Ciments français	RM puis Comptant	C
Cofixel	Comptant	C
Comptoir Lyon Alemand	Comptant	C
Louyot		
CPCU	Comptant	C
Dégremont	Comptant	C
Eau et Force	Comptant	C
Ecia	Comptant	C
Elyo	Comptant	C
Gantois	Comptant	C
Gévelot	Comptant	F
Gifrer Barbezat	Comptant	F
GTI	Comptant	C
Mines Kali Ste Thérèse	Comptant	C
Lille Bonnière Collombes	Comptant	F
Papeteries Limousin	Comptant	M
Louvre	Comptant	F
Sté hotelère Lutétia	Comptant	C
Concorde		
Malteries Franco belges	Comptant	C
cie Salins MSE	Comptant	C
Cie nationale navigation	Comptant	C
Optorg	Comptant	F puis C
Cie Caoutchouc Padang	Comptant	C
Prodef	Comptant	F
PSB industrie	Comptant	F
Rougier SA	Comptant	F
SAF soudure	Comptant	C
Saga	Comptant	C
Sauvageau Commercy	Comptant	C
Soudure		
Silec	Comptant	C
SUDAC	Comptant	C

Touax	Comptant	F
Vicat	Comptant	F
Allevard industrie	Second marché	C
Boiron	Second marché	F
Cobra	Second marché	F
Crométal	Second marché	F
Dapta Mallinjoud	Second marché	F
Dauphin	Second marché	F
Delachaux	Second marché	F
Delta Protection	Second marché	F
Devanlay	Second marché	F
Devernois	Second marché	F
Forges Stéphanoises	Second marché	F
Gérard Pasquier Inter	Second marché	non classée
GLM	Second marché	C
Guerbet	Second marché	F
Guilbert	Second marché	F
Guyomarch	Second marché	C
Latecoere	Second marché	F
Manitou	Second marché	F
Manutan	Second marché	F
Marie Brizard	Second marché	F
MB Electronique	Second marché	F puis C
Mécelec	Second marché	F
Michel Thierry	Second marché	F
Onet	Second marché	F
Pochet	Second marché	F
Poujoulat	Second marché	F
Paul Prédault	Second marché	F
Robertet	Second marché	F
Seribo	Second marché	F
Siaco	Second marché	C
STMB	Second marché	C
Teisseire France	Second marché	F
TF1	Second marché	C
Tivoly	Second marché	F
Unilog	Second marché	F
Virbac	Second marché	F