SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE 1

PARTIE 1 – LITTERATURE, THEORIES ET CONCEPTS 9

CHAPITRE 1 –DISTRIBUTION DE LIQUIDITES AUX ACTIONNAIRES 11

SECTION 1. INSTRUMENTS DE DISTRIBUTION 12
SECTION 2. POLITIQUES DE DISTRIBUTION 43
CONCLUSION DU CHAPITRE 1 - VERS LE CHOIX DU CADRE THEORIQUE DE L'AGENCE 70

CHAPITRE 2 – CONFLITS D'AGENCE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE 73

SECTION 1. CONFLITS D'AGENCE DANS LE CADRE DE L'ETUDE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION 74
SECTION 2. GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DEFENSE DES INTERETS DES ACTIONNAIRES 91
CONCLUSION DU CHAPITRE 2 - POLITIQUES DE DISTRIBUTION ET GOUVERNANCE 130

CHAPITRE 3 – LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION COMME MECANISME DE GOUVERNANCE 133

SECTION 1. EFFET DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION SUR LES CONFLITS D'AGENCE 134
SECTION 2. INTERACTION ENTRE POLITIQUES DE DISTRIBUTION ET MECANISMES DE GOUVERNANCE ALTERNATIFS 157
Premier Modèle : Hypothèses théoriques relatives à la détermination des montants des politiques de distribution 182
SECTION 3. DETERMINATION DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION 192
Second Modèle : Hypothèses théoriques relatives au choix de l'instrument de distribution 203
CONCLUSION DU CHAPITRE 3 - SYNTHESE 207

Rapport-gratuit.com
LE NUMERO 1 MONDIAL DU MÉMOIRES

PARTIE 2 – POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES ENTREPRISES FRANCAISES : ETUDES EMPIRIQUES 211

CHAPITRE 4 – ETUDE QUALITATIVE SUR LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION EN FRANCE 215

SECTION 1. OBJECTIFS ET METHODOLOGIE DE L'ETUDE 215
SECTION 2. RESULTATS DE L'ANALYSE QUALITATIVE 223
CONCLUSION DU CHAPITRE 4 242

CHAPITRE 5 – METHODOLOGIE DES ETUDES QUANTITATIVES 245

SECTION 1 – CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES 245
SECTION 2 – MESURE DES VARIABLES 248
SECTION 3 – DESCRIPTION DE LA METHODOLOGIE 267
CONCLUSION DU CHAPITRE 5 - SYNTHESE 284

CHAPITRE 6 – TEST DU MODELE EXPLICATIF DU CHOIX DES MONTANTS DE DISTRIBUTION 289

SECTION 1 – DESCRIPTION DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION, DE L'ACTIONNARIAT ET DE LA GOUVERNANCE EN FRANCE 291
SECTION 2 – RESULTATS DES TESTS DES HYPOTHESES EXPLICATIVES DES MONTANTS DE DISTRIBUTION 307
SECTION 3 - DISCUSSION DES RESULTATS 394
CONCLUSION DU CHAPITRE 6 408

CHAPITRE 7 – TEST DU MODELE EXPLICATIF DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION 411

SECTION 1 – POLITIQUES DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D'ACTIONS EN FRANCE 413
SECTION 2 – RESULTATS DES TESTS DES HYPOTHESES EXPLICATIVES DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION 421
SECTION 3 - DISCUSSION DES RESULTATS 461
CONCLUSION DU CHAPITRE 7 470

CONCLUSION GENERALE 471

Bibliographie 481
Table des Matières des Annexes 505
Liste des Tableaux 557
Liste des Figures 562
Table des Matières 563

INTRODUCTION GENERALE

Comment la richesse produite par l'entreprise est-elle redistribuée ?
Alors que les économistes, pour répondre à cette question, s'intéressent au partage de la valeur ajoutée, les médias focalisent sur les rémunérations et les stock-options des dirigeants. Le chercheur en Finance, lui, peut tenter d'éclairer cette problématique du partage de la valeur en s'intéressant aux distributions faites aux actionnaires. Ces politiques, qui font peu l'objet de controverses médiatiques si ce n'est dans leurs situations extrêmes, restent traitées dans le cercle restreint des revues académiques. Cette situation s'explique certainement par la difficulté à comprendre et à expliquer les versements de dividende et les rachats d'actions – les deux modes de distribution de liquidités aux actionnaires. En effet, les contributions scientifiques, bien que nombreuses, ne convergent pas vers un système cohérent d'explication et ce domaine reste donc ouvert à de nouvelles recherches.

Malgré l'importance des distributions de liquidités aux actionnaires, l'utilité et la forme de ces politiques sont toujours aujourd'hui difficiles à expliquer. Dans le cadre de marchés parfaits et efficients, Miller et Modigliani, en 1961, ont démontré leur neutralité sur la richesse des actionnaires. Cette contribution suggère qu'en présence d'impôts, il n'est pas dans l'intérêt de ces derniers de recevoir des dividendes. Pourtant, la simple observation des investisseurs et des entreprises montre que ces politiques sont loin d'être ignorées. Rachat d'actions et dividende, malgré leur imposition, sont fortement appréciés des actionnaires et font partie des principales politiques financières des entreprises.
Tel que le souligne Black (1976), ce décalage entre théorie et réalité constitue une énigme. Cette dernière tient autant à l'incompréhension des préférences des investisseurs, qu'à celle liée aux comportements des entreprises. Pourquoi les investisseurs prêtent-ils attention aux politiques de distribution? Pourquoi les entreprises distribuent-elles ?
Ces questions constituent deux courants de recherche, étroitement liés, que 50 ans de recherche ont tenté d'éclairer. Les contributions majeures à la justification des distributions sont celles apportées par la théorie du signal, les hypothèses de clientèle fiscale et la théorie de l'agence. La finance comportementale a elle aussi permis quelques avancées notables.

Ces théories participent à la compréhension des politiques de distribution, mais ne permettent pas, en l'état actuel de la recherche, d'expliquer correctement les décisions des entreprises quant à la forme et l'ampleur de leurs distributions.

Cette thèse a alors pour ambition de contribuer à la recherche, en essayant d'apporter à la compréhension des comportements de distribution des entreprises. Une revue de la littérature nous a permis de mettre en avant, dans le cadre de l'agence, plusieurs pistes de recherches intéressantes. En effet, des conflits d'agence importants n'ont pas été intégrés aux modèles existants, et l'étude de l'influence des systèmes de gouvernance reste largement incomplète. Le développement des problématiques liées à la gouvernance d'entreprise à travers le monde, laisse pourtant penser que leur prise en compte est intéressante.

Ainsi, notre champ de recherche, voulant étudier les décisions de distribution des entreprises, s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence.

CADRE THEORIQUE DE L'AGENCE ET QUESTIONS DE RECHERCHE

La théorie de l'agence permet d'étudier l'influence des relations entre parties prenantes de l'entreprise, sur les politiques financières. A travers ce cadre et grâce aux contributions de Easterbrook (1984) et Jensen (1986), les distributions de liquidités trouvent une justification à leur existence. Ces auteurs ont en effet modélisé le rôle de gouvernance du dividende, dans le cadre des entreprises à actionnariat dispersé. Les distributions de dividendes permettent de diminuer les risques d'expropriation des actionnaires externes par les dirigeants, en minimisant les ressources à leur disposition et en les obligeant à se refinancer et donc à se confronter régulièrement à la surveillance des marchés financiers.

Ces modèles théoriques obtiennent un soutien empirique intéressant et permettent de justifier l'utilité des distributions. Cependant, ils peinent à expliquer l'ampleur des distributions et le choix du dividende ou du rachat. La prise en compte des conflits d'agence dans les entreprises à l'actionnariat concentré ou de ceux qui opposent les différentes parties prenantes de l'entreprise peut améliorer le pouvoir explicatif de cette théorie. De même, l'étude des mécanismes de gouvernance de l'entreprise doit apporter à la compréhension des formes des politiques de distribution.

Ces réflexions nous ont conduits à une première question de recherche :

Au sein d'une entreprise, quelle est l'influence sur les montants de distribution, des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance ?

Pour répondre à cette première question de recherche, nous identifions les conflits d'agence qui ont une influence sur les politiques de distribution. En accord avec le cadre classique des études en Finance, nous nous concentrons sur les relations entre dirigeants et apporteurs de capitaux.

Cela nous permet d'identifier deux conflits majeurs pour l'étude des politiques de distribution : le traditionnel conflit entre actionnaires et dirigeants, et le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Ce dernier a fait l'objet de peu de recherche, malgré son importance dans les pays où la concentration de l'actionnariat est forte.

Ces deux conflits peuvent être en partie régulés par des distributions de liquidités. Cependant, dans cette thèse, nous faisons l'hypothèse que le recours à ces politiques en cas de conflit est influencé par le système de gouvernance de l'entreprise. Sans mécanisme de gouvernance alternatif, rien ne pousse les acteurs internes de l'entreprise à distribuer, ce qui empêche au dividende ou au rachat d'actions de jouer son rôle de gouvernance.

Cette hypothèse nous amène à identifier l'efficacité des différents mécanismes de gouvernance sur les conflits auxquels nous nous intéressons, ainsi que les relations de complémentarité ou de substitution qu'ils entretiennent avec les politiques de distribution.

Nous proposons ainsi une modélisation des liens entre politiques de distribution, et déterminants des conflits d'agence, variables d'actionnariat et mécanismes de gouvernance.

Ce premier modèle de recherche permet d'avancer dans la compréhension de l'ampleur des distributions, mais n'explique pas le recours différencié au rachat d'actions ou au dividende. Cette remarque nous amène à formaliser une deuxième question de recherche :

Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?

Pour répondre à cette seconde question de recherche, nous analysons la littérature, et plus particulièrement les différences théoriques et empiriques entre dividende et rachat d'actions. Cela nous permet de proposer plusieurs hypothèses sur le choix de l'instrument de distribution.

Ainsi, la fiscalité des managers ou leur détention de stock-options devrait influencer la probabilité que le rachat soit utilisé pour la distribution. De même, nous faisons l'hypothèse que la fiscalité des principaux actionnaires influence le choix de l'instrument de distribution. Enfin, le dividende devrait être privilégié pour les distributions de revenus stables.

Pour confronter ces modèles théoriques à la réalité empirique et afin de rendre compte de l'influence potentielle du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, il nous faut tester nos hypothèses dans un pays où l'actionnariat des entreprises est concentré. La disponibilité et surtout la qualité de l'information apportée par les entreprises françaises nous ont amené à choisir ce terrain d'étude.

Au-delà de permettre d'appréhender l'influence d'un cadre culturel différent du traditionnel marché anglo-saxon, le choix de ce terrain permet d'enrichir la connaissance. En effet, les

politiques de distribution des entreprises françaises sont mal connues du fait du peu d'études réalisées, mais surtout de la récente autorisation des programmes de rachat d'actions. Ces éléments nous ont amené à formuler une troisième question de recherche, à la portée uniquement descriptive :

Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?

Afin de répondre à nos questions de recherche, trois études empiriques ont été menées.

La première est une étude qualitative réalisée auprès de décideurs de politique de distribution d'entreprises françaises. Elle permet d'éclairer les comportements des firmes françaises et les spécificités locales dans l'utilisation des programmes de rachat. Elle décrit le processus de décision des distributions, ainsi que les motivations et les facteurs explicatifs de ces décisions. Les résultats de cette étude soulignent l'intérêt de nos hypothèses de recherche et du cadre théorique choisi.

Deux études quantitatives sont ensuite mises en œuvre pour tester les hypothèses de nos modèles théoriques. Elles portent sur un échantillon de 167 entreprises du SBF 250, suivies sur la période 2000-2005. Grâce à ces données de panel, nous utilisons des méthodes permettant de contrôler l'hétérogénéité des comportements.

JUSTIFICATION DES CHOIX

Compte tenu de l'état d'avancement des connaissances théoriques sur notre domaine de recherche et des objectifs de notre étude, nous avons privilégié une démarche méthodologique déductive. Le point de départ de notre recherche est, par conséquent, une analyse détaillée des théories existantes à partir desquelles nous établissons des hypothèses. Ces hypothèses sont ensuite testées à travers plusieurs études empiriques.

D'autre part, il convient d'évoquer certains choix conceptuels qui ont été faits.

Tout d'abord, nous avons choisi de nous placer dans le cadre d'un modèle actionnarial. Les décisions de l'entreprise sont donc étudiées en présupposant que la maximisation de la valeur des actionnaires est l'objectif de l'entreprise. Il aurait été pertinent, sachant notre désir de modéliser le plus de déterminants possibles, de prendre en compte l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, ainsi que leurs objectifs. Cependant, afin de mesurer et comparer les apports de notre étude au reste de la littérature, nous avons préféré positionner notre recherche dans ce corpus traditionnel.

De plus, nous avons choisi de focaliser uniquement sur l'explication des décisions des entreprises et nous ne prétendons pas expliquer l'effet des distributions sur la richesse des actionnaires. Ainsi, cette thèse ne veut pas expliquer l'intégralité des distributions, mais se propose de participer à l'identification des différentes influences.

PLAN DE LA RECHERCHE

Pour répondre aux objectifs que nous nous sommes fixés, notre recherche se déroulera en deux parties :

Les Chapitres 1, 2 et 3 sont regroupés dans une première Partie consacrée à l'analyse de la littérature.

Le Chapitre 1 présente les deux instruments de distribution, le dividende et le rachat d'actions et étudie leur relation réciproque. Il expose ensuite la difficulté à comprendre l'utilité des distributions de liquidités et présente les théories développées pour justifier ces politiques. Cette revue nous amène à choisir le cadre théorique de l'agence pour avancer dans la compréhension des distributions.

Suite à ces conclusions, **le Chapitre 2** identifie et présente les conflits d'agence pouvant influencer les décisions de distribution. Deux conflits sont retenus pour la suite de l'étude : le conflit entre actionnaires et dirigeants et celui entre actionnaires majoritaires et minoritaires. L'efficacité des mécanismes de gouvernance pour réguler ces deux conflits est ensuite étudiée, tout en prenant en compte l'influence de la culture.

Le Chapitre 3 constitue le cœur de notre étude théorique. Les modèles justifiant du rôle de gouvernance des politiques de distribution y sont présentés et leur efficacité pour résoudre le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires est discutée. Grâce aux informations recueillies dans les chapitres précédents, nous étudions ensuite les relations entre politique de distribution et mécanismes de gouvernance alternatifs, ainsi que les déterminants du choix entre dividende et rachat.

Ce chapitre débouche sur deux séries d'hypothèses. La première met en lumière les relations entre montants distribués et déterminants des conflits d'agence, variables d'actionnariat ou mécanismes de gouvernance. La seconde modélise les relations entre le choix de l'instrument de distribution et la fiscalité des actionnaires influents, les stock-options et la permanence des revenus.

Rapport-Gratuit.com

Les chapitres suivants sont consacrés à l'étude empirique des politiques de distribution et sont regroupés dans une seconde Partie.

Dans **le Chapitre 4**, nous proposons une étude qualitative basée sur des entretiens auprès de plusieurs décideurs de politiques de distribution. Cette étude offre un regard différent sur ces politiques et nous permet de mieux appréhender les spécificités du terrain français.

Le Chapitre 5 expose la méthodologie de nos deux études quantitatives. L'échantillon d'entreprises, les mesures des variables théoriques et les méthodes d'analyse utilisées sont successivement présentés.

Dans les chapitres suivants, nous testons les hypothèses développées dans la première partie. **Le Chapitre 6** présente et discute les résultats des tests des hypothèses relatives à la compréhension de l'ampleur des politiques de distribution, alors que **le Chapitre 7** teste nos propositions explicatives du choix entre dividende et rachat.

En conclusion, nous discutons des apports et des limites de cette recherche, et proposons des voies de recherche futures.

INTERET ET APPORTS DE LA RECHERCHE

Cette recherche présente un intérêt pour les **managers** et les **investisseurs** dans la mesure où elle éclaire la compréhension des politiques de distribution et leur rôle de gouvernance. Elle souligne le rôle ambigu des gros actionnaires et propose également quelques éléments pouvant faciliter la mise en place des politiques de distribution et améliorer le contrôle exercé sur les acteurs internes.

Enfin, elle fournit une description intéressante des politiques de distribution en France, et montre certaines particularités locales du rôle des programmes de rachat d'actions, qui peuvent être utiles à tout décideur financier.

Au-delà de ces apports pratiques, cette recherche constitue surtout une avancée enrichissant les travaux antérieurs :

Sur le plan théorique, elle présente une analyse structurée de la problématique de distribution dans le cadre de l'agence. Elle s'intéresse aux distributions de dividendes et aux programmes de rachat d'actions et intègre l'influence d'un conflit peu étudié, celui qui oppose actionnaires majoritaires et minoritaires.

Cette recherche propose une modélisation nouvelle des interactions entre les distributions, les déterminants des conflits d'agence, les variables d'actionnariat et les mécanismes de gouvernance. Elle identifie les relations de substituabilité ou de complémentarité entre les

mécanismes de gouvernance et les politiques de distribution et s'intéresse à des mécanismes rarement étudiés dans ce domaine, comme le conseil d'administration.
Enfin, elle propose une explication originale au fait que l'on ait recours ou non aux distributions face à un conflit d'agence, basée sur l'existence de mécanismes de gouvernance complémentaires efficaces.

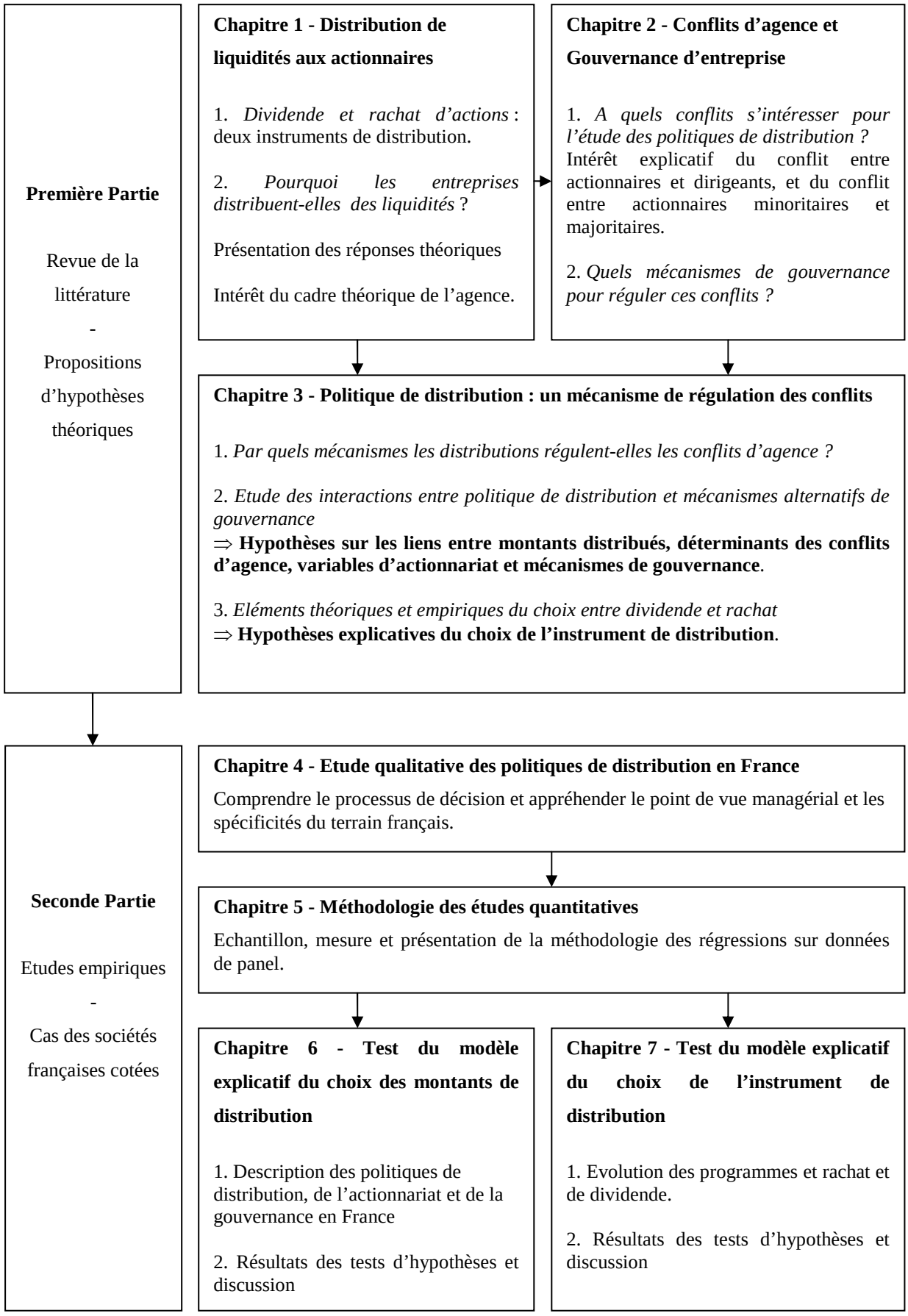
Sur le plan empirique, notre étude montre l'importance d'intégrer le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires et les systèmes de gouvernance locaux, pour mieux appréhender les politiques de distribution. Pour que dividende et rachat puissent être utilisés pour réguler les conflits, la présence de mécanismes de gouvernance forçant les acteurs internes à distribuer est nécessaire. En France, faute de tels mécanismes, le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires donne lieu à de fortes baisses des distributions, ce qui favorise l'expropriation des minoritaires. En revanche, certains mécanismes parviennent à forcer les dirigeants à distribuer, lorsque les divergences entre actionnaires et dirigeants sont fortes.

Notre étude éclaire également certains déterminants du choix entre dividende et rachat.
Elle montre l'influence des stock-options des dirigeants et de la permanence des revenus sur le choix entre dividende et rachat. La fiscalité semble avoir un rôle faible, mais l'identité des principaux actionnaires influence le choix de l'instrument de distribution.
Cette étude montre aussi, qu'en France, certainement du fait de sa récente autorisation, l'utilisation du rachat d'action est davantage expliquée par des facteurs spécifiques à chaque entreprise, alors que les facteurs financiers ou systématiques ont un pouvoir explicatif faible.

Enfin, notre recherche apporte à la connaissance du terrain français. Elle montre le rôle limité des rachats d'actions dans le cadre des politiques de distributions françaises, alors que cet instrument est surtout utilisé pour limiter la dilution liée aux stock-options.

L'ensemble de ces résultats est obtenu grâce à une méthodologie spécifique aux données de panel et rarement utilisée dans ce domaine, qui nous permet de contrôler l'existence de particularités dans les modes de décision de chaque entreprise.

Figure 1 – Architecture de la thèse



PARTIE 1 – LITTERATURE, THEORIES ET CONCEPTS

La première partie de cette thèse propose une revue de littérature très complète sur les décisions de politiques de distribution aux actionnaires.

Le premier Chapitre introduit les deux outils de distribution existants : dividende et rachat d'actions. Il revient sur les difficultés à justifier de l'utilité et de la forme des politiques de distribution et présente les avancées permises par les théories du signal, des clientèles fiscales et de la finance comportementale. La revue de ces recherches souligne leurs limites et nous pousse à nous placer dans le cadre théorique de l'agence. Nous justifions ainsi en conclusion le fait de nous intéresser aux politiques de distribution en tant que mécanisme de régulation des conflits d'agence.

Suite à ce choix théorique, le deuxième Chapitre s'intéresse aux avancées faites dans les domaines de la théorie de l'agence et de la gouvernance d'entreprise. Les conflits d'agence pouvant influencer les politiques de distribution sont identifiés, et l'efficacité des principaux mécanismes de gouvernance sur ces conflits est étudiée. L'objectif de cette revue de littérature est de préparer l'analyse des politiques de distribution en tant qu'outil de régulation des conflits, au sein d'un système de gouvernance existant.

Le troisième Chapitre traite du cœur de notre sujet. Il a pour objectif d'expliciter les mécanismes par lesquels les distributions peuvent jouer un rôle de gouvernance, d'analyser la façon dont ces politiques s'insèrent dans le système de gouvernance global d'une entreprise et enfin de comprendre précisément le rôle du dividende et du rachat.
Ces analyses permettent de dégager plusieurs questions de recherche et de proposer une vingtaine d'hypothèses théoriques, qui seront testées empiriquement dans la seconde partie de cette thèse.

CHAPITRE 1 –DISTRIBUTION DE LIQUIDITES AUX ACTIONNAIRES

L'utilité ou la justification des politiques de distribution est un des sujets les plus controversés de la recherche en Finance et ceci depuis une cinquantaine d'années. L'ambition de ce chapitre est de faire le point sur l'imposante littérature scientifique afin de mettre en avant l'intérêt des différentes voies de recherche. Cette revue de littérature nous amène à privilégier le cadre théorique de l'agence pour enrichir la compréhension des politiques de distribution.

Il paraît nécessaire de commencer cette revue par la présentation des deux outils des politiques de distribution : le dividende et le rachat d'actions. Le cadre français et les pratiques managériales de politiques de dividende sont tout d'abord introduits. Nous nous attardons ensuite sur le rachat d'actions en étudiant les méthodes de rachat, les différentes réglementations et les motivations théoriques des managers[1] à décider de rachat. Nous concluons cette section en nous interrogeant sur la substitution ou sur la complémentarité entre dividende et rachat.

Dans une seconde Section, un rappel est fait de l'article fondateur de Miller et Modigliani (1961). Ce dernier démontre la neutralité des politiques de distribution dans le cadre de marchés parfaits et efficients. Nous montrons cependant que l'observation empirique a remis en cause cette neutralité et ainsi donné naissance à une des grandes énigmes de la théorie financière : pourquoi les actionnaires aiment les distributions et pourquoi les managers distribuent ?
Les théories explicatives de ce puzzle sont ensuite présentées en focalisant sur la compréhension du comportement des managers. Les théories des clientèles fiscales, du signal et de la finance comportementale sont exposées ainsi que leur soutien empirique. Seule la théorie de l'agence, qui sert de cadre théorique à cette thèse, n'est pas présentée. Elle sera étudiée en détail dans le Chapitre 3. Nous justifions ce choix en conclusion de ce chapitre.

[1] Nous utiliserons le terme de manager ou de dirigeant de façon interchangeable. Nous faisons référence aux décideurs internes à l'entreprise.

SECTION 1. INSTRUMENTS DE DISTRIBUTION

Nous commençons cette revue de littérature en présentant les instruments des politiques de distribution. Albouy et Dumontier (1992) rappellent les différents moyens dont disposent les entreprises pour rémunérer les apports de leurs actionnaires. Il existe quatre formes de rémunération des actionnaires. Elles peuvent être monétaires ou non :

- Le dividende. C'est l'outil de distribution le plus utilisé. Le dividende ordinaire est versé régulièrement aux actionnaires. De gros dividendes ponctuels peuvent aussi être payés. On les appelle des superdividendes ou des dividendes exceptionnels

- Les distributions par opérations sur le capital :

- Le rachat d'actions suivi de son annulation. « Cette opération peut être assimilée à un paiement de dividende dans la mesure où elle entraîne un transfert de fonds de l'entreprise vers les actionnaires » (Albouy et Dumontier (1992, page 14)).

- La distribution d'actions gratuites. L'entreprise offre à ses actionnaires des actions nouvelles suite à une division d'actions ou à une incorporation de réserves.

- Le dividende en actions : L'entreprise distribue des actions à ses actionnaires. La procédure classique est de laisser le choix à l'actionnaire entre un paiement du dividende en liquidités ou en actions[2].

- Les « vrai-faux dividendes » : C'est la forme la moins orthodoxe de distribution. Ce sont par exemple les avantages dont peuvent bénéficier les actionnaires majoritaires : salaire plus élevé, avantage en nature... Ces distributions vont à l'encontre du principe d'égalité entre actionnaires.

[2] Le dividende en actions est assez similaire à la distribution d'actions gratuites ou à la division d'actions. Il est cependant difficile de trouver dans la littérature une définition unique de ces différentes opérations. Il semble qu'il n'y ait pas de compromis établi à ce sujet. Par exemple, selon Brealey et Myers (2003), la distinction entre dividendes et division des titres est technique : un dividende en action est inscrit dans les comptes comme un transfert du bénéfice non distribué vers les fonds propres, alors qu'une division est considérée comme une réduction de la valeur nominale de chaque titre. Cependant, selon Vernimmen, Query et Le Fur (2005), la distribution gratuite d'actions peut être faite par incorporation des réserves et correspond à une division des titres.

La distribution **de liquidités** aux actionnaires ne peut se faire que par deux moyens : le dividende classique et le rachat d'actions. Les autres mécanismes répondant à des logiques différentes (distribution non monétaire ou occulte), nous ne nous intéresserons dans le cadre de cette thèse qu'à ces deux instruments de distribution.

Cette première sous partie s'intéresse aux caractéristiques du dividende et du rachat. La présentation du dividende (1.) étant simple, nous approfondissons plus particulièrement les éléments relatifs au rachat (2.). Nous présentons ainsi les méthodes de rachat et la législation existante (2.1) puis les différentes motivations théoriques au rachat (2.2.). Enfin, nous étudions la complémentarité ou la substitution des deux instruments (3.).

1. LE DIVIDENDE

Le dividende est défini par Frankfurter et Wood (2003, page 3) comme « la distribution de revenus (présents ou passés) en actifs réels aux actionnaires de l'entreprise en proportion de leur participation au capital »[3].
Dans les sociétés cotées, la distribution peut avoir lieu en actions ou en liquidités. Cette dernière forme, qui est la plus commune, est celle qui retient notre attention.

Nous rappelons ici la législation française en matière de dividende (1.1.), puis nous exposons les pratiques managériales de distribution de dividende (1.2).

1.1. CADRE FRANÇAIS DES POLITIQUES DE DIVIDENDE

Cette partie décrit les aspects principaux des politiques de dividende en France.

Le dividende est décidé par l'assemblée générale des actionnaires, sur proposition du conseil d'administration. Il est payé une fois par an[4].
Le dividende se déduit du bénéfice distribuable. Ce dernier correspond au bénéfice de l'exercice diminué des pertes antérieures et des sommes à porter en réserve (légale ou statutaire) et augmenté, le cas échéant, du report à nouveau bénéficiaire.
Si le bénéfice est insuffisant pour distribuer ce que souhaite l'entreprise, elle a la possibilité de prélever la somme nécessaire sur certaines réserves dites facultatives. Les réserves obligatoires

[3] « Dividends are commonly defined as the distribution of earnings (past or present) in real assets among the shareholders of the firm in proportion to their ownership »

[4] Au contraire des entreprises américaines qui le payent trimestriellement. Voir Lease, John, Kalay et al. (2000)

ne peuvent pas être ponctionnées pour le paiement du dividende dans la mesure où elles constituent une sécurité pour les créanciers. Toute distribution est interdite si l'entreprise n'a pas encore épongé ses pertes antérieures (Albouy et Dumontier (1992)).

Lorsqu'une société distribue un dividende, il est d'abord soumis à l'impôt sur les sociétés en tant que bénéfice imposable. Il est ensuite imposé au niveau du revenu de l'actionnaire en tant que dividende reçu : impôt sur le revenu pour les personnes physiques, impôt sur les sociétés pour les personnes morales. Le dividende est donc imposé deux fois.
Jusqu'en 2004, afin d'atténuer cette double imposition, un avoir fiscal était distribué aux particuliers et aux entreprises. Cet avoir fiscal ne pouvait être distribué que par les entreprises françaises, ce qui créait un déséquilibre par rapport aux sociétés étrangères cotées en France. En 2005, le système a donc été réformé et l'avoir fiscal supprimé. Désormais un système d'abattement remplace l'avoir fiscal pour les particuliers. Et pour les entreprises, l'avoir fiscal a disparu. Nous présentons cette fiscalité plus en détail au point (3.1.) afin de la comparer à celle du rachat.
Suite à cet aperçu réglementaire du dividende, intéressons-nous aux pratiques managériales.

1.2. PRATIQUES MANAGERIALES DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDE

Au-delà des législations qui façonnent la forme des dividendes, les politiques de distribution respectent un formalisme historique.
Lintner (1956) est le premier à avoir décrit les pratiques managériales dans ce domaine et depuis 50 ans elles semblent avoir peu évolué. Il montre, grâce à l'étude de 28 entreprises américaines disparates, la similitude des comportements des managers dans ce domaine.

Pour décider d'une politique de distribution, les managers s'intéressent au taux de distribution[5]. Les changements de ce taux sont stratégiques. Pour le modifier, il faut de bonnes raisons, compréhensibles des investisseurs. Ces changements se justifient par une modification stable des revenus courants de l'entreprise. Les ajustements du dividende sont mineurs par rapport à la variation des revenus. Ainsi apparaît un des traits caractéristiques des politiques de distribution, le lissage des dividendes. Les dirigeants ne veulent pas augmenter la distribution s'il existe un risque de devoir la baisser dans un ou deux ans. Et ils montrent un réel frein à baisser le montant des dividendes payés. Ils ne le feront que si les revenus de l'entreprise sont en baisse durable. Cette attitude des managers vis-à-vis du dividende en fait un outil peu flexible.

[5] Le taux de distribution est la rapport entre le dividende et le bénéfice de l'entreprise.

Des enquêtes plus récentes auprès de managers confirment les résultats de Lintner (Baker, Farrelly et Edelman (1985), Baker et Farrelly (1988), Baker et Powell (1999b), Baker, Powell et Veit (2002)). Seule l'importance du ratio de distribution par rapport aux montants distribués semble plus faible.

Un autre type de dividende existe afin de contrer la rigidité du dividende ordinaire. Ce sont les superdividendes ou dividendes exceptionnels. Ces dividendes sont souvent plus élevés que les ordinaires. Ils sont payés de façon irrégulière et peu fréquente. Ils ont tendance à disparaître, peut-être au profit du rachat (De Angelo, De Angelo et Skinner (2000)).

Suite à cette présentation du cadre français des politiques de dividende et des pratiques managériales de distribution, intéressons-nous à l'autre instrument de distribution qu'est le rachat d'actions.

2. LE RACHAT D'ACTIONS

Si le rachat est un outil de distribution de liquidités, son rôle ne s'y résume pas. Il peut être utilisé à d'autres fins et dans d'autres conditions. Cela en fait un outil complexe et difficile à appréhender. Les motivations qui poussent les entreprises à l'utiliser sont donc diverses.
Selon Netter et Mitchell (1989), il n'existerait pas de théorie universelle sur les motivations du rachat d'actions. En effet, si les théories ne s'accordent pas c'est parce que chaque entreprise a des motivations différentes. Selon Herbin (2006), les motivations au rachat d'actions sont encore controversées.
Avant de lister les différentes motivations qui poussent une entreprise et ses managers à racheter des actions (2.2), nous présentons dans un premier temps les méthodes de rachat ainsi que les réglementations nationales en la matière (2.1).

2.1. METHODES ET REGLEMENTATIONS

2.1.1. Méthodes de rachat d'actions

Le terme générique « rachat d'actions » fait principalement référence à quatre méthodes de rachat [6] :

[6] Nous nous inspirons pour cette description du livre de Vermaelen (2005) et des articles de Ginglinger et L'Her (2001, (2006) et Grullon et Ikenberry (2000).

- Le « fixed price tender offer ».

Traduit par « offre publique de rachat » (Ginglinger et L'Her (2001)) ou par « offre à prix fixe » (Herbin (2006)). Pour intégrer ces deux dénominations, nous retiendrons « offre publique de rachat à prix fixe ».

Dans ce cadre, l'entreprise offre de racheter à un prix fixé un nombre cible d'actions. Les actionnaires qui le souhaitent apportent leurs actions au rachat. Si le nombre d'actions proposées au rachat est supérieur au nombre cible, l'entreprise choisit de racheter autant d'actions qu'elle le désire entre son nombre cible et le nombre d'actions offertes. Si le nombre d'actions offertes est inférieur au nombre cible, l'entreprise rachète toutes les actions offertes.

- Le « Dutch auction tender offer ».

Traduit par « rachat par enchères à la hollandaise» (Ginglinger et L'Her (2001)).

Dans ce cadre, l'entreprise offre de racheter des actions dans un intervalle de prix. Chaque actionnaire qui souhaite participer au rachat informe la société de son prix minimal de vente et du nombre d'actions qu'il est prêt à vendre. La firme détermine le prix du rachat de manière à ce que le nombre de titres offerts à un prix inférieur ou égal corresponde à la taille du rachat. Cette méthode minimise le coût du rachat par rapport à une offre publique à prix fixe et permet de racheter les actions des investisseurs ayant la plus faible évaluation du titre, donc les plus pessimistes et potentiellement les moins fidèles.

Avec ces deux méthodes, le prix du rachat peut être supérieur au cours de l'action. On parle alors de prime de rachat.

Ces deux premières méthodes seront retenues sous le terme : « offre publique de rachat ».

- L' « Open market share repurchase ».

Traduit par « rachat sur le marché » (Ginglinger et L'Her (2001)) ou par « rachat au fil de l'eau » (Herbin (2006)). Nous retiendrons l'expression référencée dans le cadre législatif français : « programme de rachat d'actions ».

C'est la méthode la plus utilisée pour racheter des actions. Dans ce cas, l'entreprise rachète au fur et à mesure des actions sur le marché via un broker ou directement. Le rachat est souvent limité en prix et en volume. L'entreprise informe le marché du vote d'un programme de rachat mais ne s'engage pas à racheter effectivement. Elle a une autorisation qu'elle choisit de mettre en œuvre ou non. Cette méthode permet de racheter au meilleur prix, puisque l'entreprise choisit quand elle exécute son rachat.

- Le rachat négocié auprès d'investisseurs privés[7]

Dans ce cas, une entreprise décide de racheter des blocs d'actions de certains investisseurs au prix du marché avec ou sans prime ou remise (Vermaelen (2005)). Le niveau de la prime ou de la remise dépend du poids respectif de l'acheteur et du vendeur. Le rachat par bloc présente l'avantage pour l'entreprise de minimiser les coûts de transaction par rapport à un achat à l'unité.

Tableau 1 – Récapitulatif des caractéristiques des différentes méthodes de rachat d'actions

Méthode de rachat	**Fixed price tender offer**	**Dutch auction tender offer**	**Open market share repurchase**	**Private share repurchase**
Dénomination française retenue	Offre publique de rachat à prix fixe	Rachat par enchères à la hollandaise	Programme de rachat d'actions	Rachat négocié auprès d'investisseurs privés
	Offre publique de rachat			
Prix du rachat	Prix fixe	Intervalle de prix	Prix du marché	Prix dépend du poids respectif de l'acheteur et du vendeur
Taille du rachat	Nombre cible d'actions à racheter	Nombre fixe d'actions à racheter	Libre, mais souvent limité en volume	Libre
Déroulement du rachat	Offre publique	Offre publique	Rachat des actions au fur et à mesure sur le marché	Transaction privée

2.1.2. Réglementations du rachat d'actions

La présentation des méthodes ne suffit pas à dessiner le paysage des rachats dans le monde. Les réglementations sont très diverses et précises, elles influencent fortement l'utilisation du rachat d'actions. Dans un premier point, nous présentons un aperçu des réglementations à travers le monde, puis nous détaillons dans un second point la législation française.

2.1.2.1. Aperçu des réglementations à travers le monde

Une connaissance des réglementations du rachat d'actions dans les principaux pays développés aide à mieux appréhender les recherches faites dans le domaine. La présentation ci-dessous ne cherche pas à être exhaustive, elle donne simplement un aperçu de la diversité des législations.

[7] Cette méthode est un cas particulier et nous ne nous y intéresserons pas dans la suite de cette thèse.

Le rachat d'actions est une pratique récente, seuls les Etats-Unis l'ont autorisé depuis plus de 50 ans. Le Royaume Uni l'a autorisé en 1981, l'Australie en 1989, Hong Kong en 1991, le Japon en 1994, l'Allemagne et la Norvège en 1998, la France l'a fortement assoupli à cette même date. En Europe, le Royaume-Uni a une tradition de rachat plus forte que ses pays voisins : les entreprises anglaises comptabilisent 80% de l'activité de rachat en Europe (Lasfer (2002)).

Le « programme de rachat » est la méthode la plus utilisée (Grullon et Ikenberry (2000), Ginglinger et L'Her (2001), Baker, Powell et Veit (2003), Oswald et Young (2005), Vermaelen (2005)). Son faible coût et sa flexibilité expliquent cette prédominance, ainsi que les réglementations nationales qui n'autorisent parfois que cette méthode. Aux Etats-Unis ou en Australie, les programmes de rachat comme les offres publiques sont autorisés, mais ces dernières sont interdites ou fortement réglementées en France, au Canada, en Espagne, au Brésil… Le rachat privé n'est pas autorisé au Brésil, en Allemagne, en Italie et en Suisse (Vermaelen (2005)).

Le mécanisme d'autorisation des programmes de rachat varie selon les pays. Il est autorisé soit par le conseil d'administration (Etats-Unis, Brésil, Canada et Australie), soit par l'assemblée générale des actionnaires (le reste des pays) (Vermaelen (2005)).
Les législations réglementent parfois la taille maximale des programmes de rachat : par exemple, 5% du nombre total d'actions pour le Canada, 10% pour la France, l'Allemagne, l'Italie et la Suisse. Les Etats-Unis, l'Australie, l'Angleterre, le Japon ne limitent pas la taille des rachats.
Le montant des transactions quotidiennes peut être aussi réglementé. Dans ce cas, il ne doit pas dépasser une certaine proportion des volumes échangés sur le marché, en général 25% (Espagne, France, Italie, Japon, Suisse, Hong Kong, USA) (Vermaelen (2005)).

Les motifs au rachat peuvent être également contrôlés par la législation nationale. Par exemple en Autriche, le rachat est uniquement autorisé pour fournir les plans de stock-options (Lasfer (2002)), au contraire de la Grande Bretagne qui interdit les programmes de rachat dans ce but (Oswald et Young (2005)). Au Canada, en Australie, à Hong Kong et à Singapour, les actions rachetées doivent être obligatoirement annulées. Aux Etats-Unis, au Japon, en Suisse et en Espagne, la législation ne contrôle pas l'utilisation des titres rachetés. En France ou en Grande Bretagne, les actions sont à la disposition de l'entreprise qui doit tout de même préciser comment elle compte les utiliser (Vermaelen (2005)).

Les informations à publier pour informer le marché de la conduite des programmes de rachat varient elles aussi selon les pays. Aux Etats-Unis, le contenu à fournir est très faible, alors qu'en France ou au Royaume Uni tout rachat doit être signalé dans la semaine. La plupart des recherches s'intéressent pourtant au contexte nord américain, alors que peu d'informations sur les rachats y sont disponibles. Il est donc intéressant d'étudier le rachat en dehors des Etats Unis et d'exploiter ainsi des informations plus précises.

Enfin l'imposition du rachat pour l'actionnaire change selon les pays qui le considèrent souvent comme une plus-value, mais parfois comme un revenu taxé à l'instar du dividende (la Suisse par exemple). Au sein de chaque pays, l'imposition va varier selon que l'actionnaire est un individuel ou un institutionnel ou selon les conditions du rachat (sur le marché ou en dehors).

Cet aperçu des réglementations à travers le monde nous permet de mieux situer le cadre français.

2.1.2.2. La réglementation française

En France, les firmes disposent de deux possibilités pour racheter leurs actions :

- l'offre publique de rachat d'actions (OPRA);
- Le programme de rachat d'actions.

Le recours à l'OPRA est rare. Avant 1998, c'était la seule méthode autorisée et elle était rarement utilisée. Suite à la modification législative intervenue le 2 juillet 1998, le rachat s'est fortement développé et les programmes de rachat d'actions sont devenus la méthode privilégiée des entreprises. Entre 1998 et 2005, il y a eu 39 OPRA en France (Rapport Annuel de l'AMF (2005), Rapport Annuel du CMF (2002)) alors que sur la seule année 2000 (2003), 414 (356) entreprises ont voté un programme de rachat et 250 (282) l'ont mis en œuvre (Revue de l'AMF (2004)).

L'offre publique de rachat d'actions (OPRA)

Une entreprise peut racheter ses actions via une OPRA en vue de réduire son capital. C'est une procédure exceptionnelle qui est votée par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires. L'entreprise propose de racheter à l'ensemble de ses actionnaires un nombre d'actions à prix fixe. Le pourcentage de capital pouvant être racheté n'est pas limité. La procédure de l'OPRA est longue et lourde avec des conséquences fiscales pour les actionnaires très importantes (les plus-values sont taxées comme des revenus). Cela rend son utilisation peu fréquente (Ginglinger et L'Her (2001)).

Le programme de rachat d'actions [8]

Suite à la réforme de 1998, les sociétés ont la possibilité de faire voter en assemblée générale un programme de rachat d'actions dans la limite de 10% du capital et sur une période de 18 mois. Ces actions peuvent être annulées sous réserve d'autorisation de l'Assemblée Générale Extraordinaire, jusqu'à 10% du capital et sur une période de 24 mois.

Pour l'actionnaire, la cession d'actions dans ce cadre est soumise à l'impôt sur les plus-values (Ginglinger et L'Her (2001)).

Objectifs du programme de rachat

Jusqu'en 2004, les objectifs autorisés au rachat étaient nombreux et les entreprises avaient tendance à en abuser[9] : attribution aux salariés, régularisation et liquidité du cours, échange dans le cadre d'opération de croissance externe, mise en œuvre d'une politique de gestion patrimoniale, annulation, conservation.

Depuis octobre 2004, une directive européenne[10] fixe les conditions que doivent respecter les entreprises procédant au rachat de leurs propres titres pour pouvoir bénéficier de la présomption de légitimité irréfragable.

Cette directive entraîne notamment une limitation du nombre d'objectifs. Sont désormais autorisées la réduction du capital et la couverture d'obligations liées à des titres de créance convertibles ou à des programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés.

L'AMF accepte cependant les rachats ayant pour objectifs « la conservation et remise dans le cadre d'opérations de croissance externe » et « les contrats de liquidité ». Les émetteurs pourront en conséquence poursuivre la réalisation de ces objectifs soit dans le cadre de la présomption, soit dans le cadre d'une pratique de marché admise.

En revanche, l'AMF considère que les interventions réalisées directement par un émetteur en vue de régulariser le cours de bourse ou en fonction des situations de marché ne pourront plus être mises en oeuvre. En conséquence, toute activité visant à assurer la liquidité ou à animer le marché du titre devra être dorénavant confiée à un prestataire de services d'investissement (PSI) agissant de manière indépendante, dans le cadre d'un contrat de liquidité.[11]

[8] Présentation faite grâce aux Positions de l'Autorité des Marchés Financiers (2005)

[9] La plupart des entreprises listent tous les objectifs possibles dans leur programme, rendant ainsi opaques leurs vraies motivations.

[10] Règlement européen n°2273/2003 du 22 décembre 2003.

[11] En observant les objectifs affichés dans les programmes de rachat d'actions en 2005, on se rend compte que cette nouvelle directive change peu de choses si ce n'est que les entreprises passent désormais par un intermédiaire pour

Cession des titres :

Le programme de rachat d'actions prévoit la cession éventuelle des titres acquis. La nouvelle directive[12] modifie les conditions de cession. La société ne peut plus vendre directement ses actions sur le marché en période de rachat. Elle peut toutefois procéder à la cession en passant par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement. Si elle n'est pas en période de rachat[13], l'entreprise peut vendre directement sur le marché les titres précédemment acquis.

Obligations d'informations :

Les firmes ayant adopté un programme de rachat d'actions doivent notamment communiquer les objectifs et la durée de leur programme, la part maximale du capital que l'émetteur se propose d'acquérir et les modalités de financement du rachat.

De plus, elles doivent rendre public le détail de leurs opérations de rachat au plus tard à la fin du 7ème jour de bourse suivant le rachat. Une déclaration mensuelle de toutes les opérations réalisées doit également être faite à l'AMF[14].

Nous venons de présenter les principales caractéristiques des programmes de rachats d'actions en France. Les objectifs affichés ne semblent être cependant le reflet que d'une partie des véritables motivations de l'entreprise. Les sociétés se gardent une marge de manœuvre en citant le plus possible d'objectifs dans leur programme (Dereeper et Romon (2003)).

Afin de savoir ce qui peut réellement motiver les entreprises à racheter, nous proposons à présent une revue de littérature sur les motivations au rachat d'actions.

2.2 MOTIVATIONS AU RACHAT D'ACTIONS

Le rachat d'actions est considéré théoriquement comme un instrument concurrent du dividende. Pour autant leur relation est complexe, et il convient de procéder à une analyse plus précise des motivations liées à l'utilisation de cet instrument pour éclairer ces liens.

régulariser leurs cours. Le nombre d'objectifs lui reste toujours aussi important. Ce point sera détaillé au Chapitre 7 – Section 1, où nous étudions les motivations au rachat d'actions.

[12] Instruction n° 2005-07 de l'AMF

[13] Dans les cas où le programme de rachat approuvé en assemblée générale n'a pas été mis en oeuvre, est terminé ou n'a pas encore commencé.

[14] Instruction n° 2005-06 de l'AMF

Selon Vermaelen (2005), le rachat d'actions est une représentation de la finance d'entreprise : c'est à la fois une décision d'investissement, de distribution, de structure de capital et un moyen de changer la structure de l'actionnariat.

Lister précisément les différentes utilisations du rachat est un exercice difficile. Le rachat influence beaucoup de variables financières de l'entreprise (cours boursier, liquidité du titre, niveau d'endettement…) et est donc utilisé avec des objectifs différents. Ces objectifs ne sont pas exclusifs et ils varient d'une entreprise à l'autre. C'est pourquoi il est délicat d'en proposer une classification unique.

Pour notre étude, nous nous proposons de regrouper les motivations au rachat en 7 catégories : le souhait de distribuer des liquidités, de contrer la dilution liée aux stock-options, de réévaluer le cours, de modifier la structure du capital, de se protéger d'une OPA, de changer la structure de l'actionnariat ou d'investir. Nous avons choisi de présenter ces motivations selon la fréquence présumée de leur usage. Nous commençons par les motivations les plus courantes, puis nous présentons les motivations obtenant moins de soutien empirique ou celles où l'on présume une utilisation plus rare.

Tableau 2 – Motivations théoriques au rachat d'actions

MOTIVATIONS AU RACHAT D'ACTIONS						
MOTIVATIONS MAJEURES			**MOTIVATIONS MINEURES**			
Distribution de liquidités	Contrer la dilution liée aux stock-options	Réévaluation du cours	Modification de la structure Capital / Dette	Protection contre les OPA	Changement de la structure d'actionnariat	Investissement
Paragraphe 2.2.1.1.	Paragraphe 2.2.1.2.	Paragraphe 2.2.1.3.	Paragraphe 2.2.2.1.	Paragraphe 2.2.2.2.	Paragraphe 2.2.2.3.	Paragraphe 2.2.2.4.

2.2.1. Motivations majeures au rachat

Nous présentons dans un premier temps les trois motivations au rachat qui semblent expliquer la majorité des rachats d'actions : la distribution de liquidités, la lutte contre la dilution des stock-options et la réévaluation du cours. Ces trois motivations théoriques trouvent un bon soutien empirique.

2.2.1.1. Distribuer des liquidités

Le rachat d'actions permet de distribuer des liquidités. Dans le cadre de marchés parfaits et efficients[15], le rachat avec annulation des actions est un mécanisme de distribution de liquidités au même titre que le dividende.

L'actionnaire qui souhaite obtenir des liquidités a plusieurs solutions, toutes sans conséquence sur son niveau de richesse : soit il reçoit un dividende, soit il participe à un rachat d'actions proposé par l'entreprise, soit il vend certaines de ses actions.
Une modélisation simple permet de démontrer la similitude des effets des deux instruments de distribution (dividende et rachat avec annulation) pour les actionnaires et pour l'entreprise. Cette modélisation est présentée en Annexe 1.

La modélisation montre qu'après distribution, la valeur de l'entreprise et la richesse des actionnaires ne varient pas selon l'outil de distribution. Pour l'actionnaire, seule l'allocation de sa richesse entre liquidités et capital investi va varier. Dans le cas du rachat, l'actionnaire choisit de participer et détermine donc le niveau de liquidités qu'il désire.

Il est important de préciser que cette conclusion n'est valable que si les actions rachetées sont annulées. L'annexe 1 présente aussi la modélisation des conséquences pour les actionnaires d'un rachat sans annulation.

Si l'entreprise n'annule pas les actions qu'elle rachète, le dividende et le rachat ne sont plus équivalents. Le rachat va entraîner une modification de la richesse de l'actionnaire dépendant de l'utilisation faite par l'entreprise des actions rachetées :
- Si les actions sont distribuées gratuitement à des individus non actionnaires, par exemple les salariés, alors l'actionnaire subit une perte de valeur proportionnelle au montant de la distribution et à sa détention.

[15] Les conditions d'un marché parfait et efficient sont celles énoncées par Miller et Modigliani (1961) Les marchés de capitaux sont parfaits, c'est-à-dire que l'information est gratuite, il n'existe pas de coût de transaction, ni de taxe et aucun acteur n'est suffisamment important pour avoir une influence sur le cours des actions. Les comportements sont rationnels c'est-à-dire que les investisseurs préfèrent toujours plus de richesse à moins de richesse et sont indifférents sur la forme de leur richesse. Enfin, il n'existe aucune incertitude sur le marché : les investissements et profits futurs sont connus.

- Au contraire, si l'entreprise revend les actions rachetées sur le marché à un prix supérieur, sa valeur ne baisse pas. La sortie de cash liée au rachat est plus que compensée par une entrée de cash liée à la revente. Cela entraîne une augmentation de la richesse de l'actionnaire.

On ne peut donc parler de façon certaine de distribution de cash aux actionnaires que dans le cas d'un rachat avec annulation.

Conclusion : Sur des marchés efficients et parfaits, le dividende et le rachat avec annulation sont donc identiques. Sous ces hypothèses, le choix de l'instrument de distribution s'explique uniquement par la possibilité laissée ou non aux actionnaires de choisir entre liquidités et capital.
En réalité, la présence d'imperfections de marchés comme les taxes, les coûts de transaction, l'asymétrie d'information ou les conflits d'agence permettent de justifier théoriquement le choix du moyen de distribution. Le rachat peut alors être compris comme un moyen d'envoyer un signal, de satisfaire une clientèle fiscale ou d'atténuer les conflits d'agence. Nous développerons l'étude des différences entre rachat et dividende au point (3.1.) et les différentes théories citées ci-dessus dans la Section 2.

L'utilisation par l'entreprise du rachat peut donc découler de sa motivation à vouloir donner des liquidités à ses actionnaires et à utiliser un instrument concurrent au dividende. Voyons les autres motivations au rachat.

2.2.1.2. Eviter la dilution liée aux stock-options

Une motivation à l'utilisation du rachat d'actions est liée aux stock-options. L'utilisation de plans de stock-options dans l'entreprise va motiver le recours au rachat d'actions de deux façons (Jolls (1998), Kahle (2002), Weisbenner (2002)) :

- les managers distribuent des liquidités en utilisant le rachat et non le dividende afin de maximiser la valeur de leurs propres stock-options ;
- L'entreprise rachète ses actions afin de couvrir ses plans de stock-options et de pouvoir fournir les titres nécessaires lorsque les employés exerceront leurs options.

Utilisation du rachat afin de maximiser la valeur des stock-options des dirigeants

Le revenu par action est un ratio souvent utilisé pour évaluer les actions d'une firme. Or, le rachat possède l'avantage de ne pas diminuer le revenu par action, au contraire du paiement de dividende. Les flux de revenus sortants liés au rachat sont compensés par une baisse du nombre

d'actions en circulation. Ainsi, les stock-options valent plus après un rachat, qu'après un versement de dividende. Jolls (1998) prend l'exemple simple d'une entreprise qui vaut 100$. Son capital est composé de 10 actions. Si elle distribue un dividende de 1$, la valeur de son action après le dividende est de 9$. Alors que si elle rachète une action, il restera 9 actions à 10$. Les stock-options, puisqu'elles ne sont pas encore émises ne profitent pas du dividende, mais profitent déjà d'un rachat d'actions. Ainsi, pour éviter de dévaloriser leurs stock-options, les managers choisiront de procéder à des rachats d'actions. Cette motivation au rachat trouve un fort soutien empirique (Jolls (1998), Fenn et Liang (2001), Kahle (2002)). En contrôlant l'éventuelle protection des stock-options contre les dividendes, Liljeblom et Pasternack (2006) confirment pour la Finlande cette hypothèse[16]. Le montant des stock-options possédées par les dirigeants influence donc l'utilisation du rachat.

Utilisation du rachat afin de couvrir les plans de stock-options de l'entreprise

L'utilisation du rachat d'actions peut aussi être liée à l'ensemble des stock-options de l'entreprise, et pas seulement à ceux des dirigeants. Il existe deux types de stock-options : des options de souscription où l'entreprise crée de nouvelles actions pour les fournir à ses employés et des options d'achat où l'entreprise rachète des actions sur le marché et les donne à ses employés. Dans le second cas[17], l'entreprise doit pouvoir fournir une action à l'employé qui veut exercer son action et donc l'avoir en stock. Ainsi, plus une entreprise offre à ses employés d'options d'achats, plus elle devra racheter ses actions en bourse. Cette hypothèse trouve elle aussi un soutien empirique fort (Fenn et Liang (1997), Dittmar (2000), Kahle (2002), Weisbenner (2002), Albouy et Morris (2006)). Cette motivation au rachat est parfois interdite par la réglementation, comme en Grande Bretagne par exemple (Oswald et Young (2005)).

La plupart des études trouvent un soutien aux deux hypothèses, seule Jolls (1998) trouve plus de soutien à la première hypothèse : le montant des stock-options détenues par les dirigeants est une variable plus significative que le montant de toutes les stock-options. Le sondage réalisé par Brav, Graham, Harvey et al. (2005) montre que 66% des managers identifient les stock-options comme un facteur d'influence important sur leur décision de rachat.

[16] Les auteurs montrent que l'utilisation de stock-options protégées contre les dividendes a une influence positive sur les rachats d'actions. En revanche, elle a aussi une influence positive sur le versement de dividendes.

[17] Dans le cas d'options de souscription, les entreprises peuvent tout de même éviter l'effet de dilution des stock-options en rachetant et annulant un nombre équivalent d'actions.

Suite à l'explosion du nombre de stock-options (Kahle (2002)), la lutte contre l'effet de dilution est devenue une des principales motivations à l'utilisation du rachat.

2.2.1.3. Réévaluer le cours et créer de la valeur pour l'actionnaire

Les managers peuvent faire du rachat d'actions pour réévaluer le cours ou créer de la valeur pour les actionnaires.

Les enquêtes auprès de managers montrent que c'est une des principales raisons qui les pousse à racheter. Dans l'enquête faite par Baker et al. (2003), 74,6% des répondants disent avoir décidé d'un rachat principalement parce que le cours de leur action était trop bas. 97,4% disent procéder au rachat afin de créer de la valeur pour leurs actionnaires. Dans l'enquête de Brav et al. (2005), 86,4% des managers interviewés disent racheter leurs actions quand elles sont sous-évaluées. Cette perception d'un cours trop faible est le principal facteur poussant au rachat d'actions dans les enquêtes de Baker, Gallagher et Morgan (1981) et Wansley, Lane et Sarkar (1989).

Quels sont les mécanismes du rachat qui permettent de réévaluer le cours et de créer de la valeur aux actionnaires ?

Le rachat permet d'augmenter le cours de l'action de plusieurs façons :

- il diminue l'offre de titres et provoque une hausse de cours ;
- il crée de la valeur pour l'actionnaire ;
- il signale de l'information aux actionnaires en cas d'asymétrie d'information entre actionnaires et managers ;
- il permet aux managers de profiter de la mauvaise évaluation du titre faite par certains actionnaires en cas d'asymétrie d'information entre actionnaires.

Le rachat diminue l'offre de titre et provoque une hausse du cours :

Théoriquement, le rachat d'actions diminue le nombre de titres en circulation et donc l'offre de titres. Mécaniquement et toutes choses égales par ailleurs, la loi de l'offre et de la demande entraîne une hausse du cours de l'action (Frankfurter et Wood (2003)). Cet effet est renforcé si le rachat se fait avec une prime. Dans ce cas, tout actionnaire souhaitant vendre son titre l'apportera à l'offre plutôt que de le vendre sur le marché. Et les investisseurs souhaitant acheter un titre de l'entreprise auront du mal à trouver une contrepartie et en viendront à payer le titre plus cher (Lucke et Pindur (2002)).

Cependant, cet effet théorique fondé sur la sensibilité du prix à la rareté est contesté et la plupart des modélisations financières supposent une insensibilité totale des cours aux quantités d'actions émises ou rachetées (Hamon (1997)).

Le rachat crée de la valeur pour l'actionnaire :

Une des motivations au rachat peut être de créer de la valeur pour les actionnaires (Lucke et Pindur (2002)). Un critère communément utilisé par les managers est l'EVA (Economic Value Added). C'est un critère opérationnel de mesure de la création de valeur. Il se calcule en multipliant le montant de l'actif économique par la différence entre rentabilité économique après impôt et coût moyen pondéré du capital (Vernimmen et al. (2005)).

Le rachat joue de deux façons sur l'EVA :

- il augmente la proportion de dettes par rapport au capital et améliore donc le coût moyen pondéré du capital. L'EVA est ainsi valorisée ;
- s'il est financé par la vente d'actifs peu productifs, il améliore la rentabilité économique de l'entreprise. L'EVA est de nouveau valorisée.

Cependant, la vente d'actifs peu risqués et l'augmentation du levier accentuent le risque de l'entreprise et donc le coût de la dette. Cela atténue l'augmentation de l'EVA. Il est donc difficile de conclure à une création de valeur pour l'actionnaire suite à un rachat[18].

Le rachat signale de l'information aux actionnaires, en cas d'asymétrie d'information entre actionnaires et managers :

Dans l'hypothèse d'une asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants, le rachat peut être utilisé par les managers pour signaler la sous-évaluation du cours[19]. Plus la prime au rachat est importante, plus l'asymétrie sera corrigée (Vermaelen (1984)).

Le rachat permet aux managers de profiter de la mauvaise évaluation du titre faite par certains actionnaires, en cas d'asymétrie d'information entre actionnaires :

Le rachat est une façon pour les managers de profiter des actionnaires mal informés (Brennan et Thakor (1990)). En cas d'asymétrie d'information, le cours est valorisé de façon hétérogène par les actionnaires. Le rachat permet de récupérer les actions des investisseurs mal informés et ayant la valorisation la plus basse (Vermaelen (2005)). Mécaniquement, le cours du titre augmente puisqu'il va s'ajuster aux évaluations des actionnaires informés qui valorisent l'action plus chère. Il y a un transfert de richesse des actionnaires mal informés vers les mieux informés (Brennan et Thakor (1990)).

[18] Dans un univers tel que défini par Modigliani et Miller (1963), l'entreprise profite (sauf cas particulier comme par exemple la présence de sources de financement moins chères) de toute augmentation de l'endettement du fait de l'avantage fiscal qui y est lié. Dans ce cas général, l'effet du rachat sur l'EVA est positif.

[19] Nous revenons en détail sur cette hypothèse dans la Section 2 – (2.2.)

Quel est le soutien empirique au fait que les managers rachètent pour réévaluer le cours ou créer de la valeur ?

Le soutien empirique conforte principalement le fait que le rachat serve à réévaluer le cours. Selon Dittmar (2000), la principale motivation à faire du rachat est de profiter de la sous-évaluation du cours. Elle teste et confirme cette hypothèse en montrant que le rachat est d'autant plus important que l'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants est forte. De plus, de nombreuses études documentent une hausse du cours suite au rachat (Vermaelen (1981), Comment et Jarrell (1991), Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995), Grullon et Michaely (2004), Gaspar, Massa, Matos et al. (2005), Peyer et Vermaelen (2005)). Cela est conforme à l'hypothèse que le rachat réévalue le cours du titre.

2.2.2. Motivations mineures au rachat

Nous présentons ici les motivations au rachat qui semblent expliquer uniquement certains cas de rachat ou qui trouvent un soutien empirique faible.

2.2.2.1. Modifier la structure du capital – profiter d'un effet de levier

Le rachat d'actions peut être motivé par le souhait de modifier le ratio de dette[20] de la firme (Grullon et Ikenberry (2000), Vermaelen (2005), Herbin (2006)).

Cette motivation au rachat est liée au débat sur l'existence d'un ratio de levier optimal. Modigliani et Miller (1958) démontrent, dans le cadre de marchés efficients et parfaits, que la structure du capital est neutre. Cependant, la prise en compte des taxes et autres irrégularités de marchés fait apparaître l'idée d'un ratio de dette optimal. Le niveau de ce ratio découle du compromis entre les avantages de la dette (déductibilité des intérêts lors du calcul du bénéfice imposable) et ses inconvénients (augmentation du risque de faillite et coûts associés)[21].

Le rachat d'actions modifie la structure du capital : si les actions rachetées sont annulées, la proportion de dette augmente puisque le capital diminue. Le rachat d'actions augmente donc l'effet de levier. Ceci est d'autant plus vrai que l'entreprise finance son rachat par dette[22]. Ainsi,

[20] Le ratio de dette ou ratio de levier est entendu ici comme le rapport entre le montant de la dette et le montant du capital.

[21] Pour une revue de littérature plus complète sur la structure du capital, voir par exemple Vernimmen et al. (2005)

[22] Le financement du rachat par dette n'est pas toujours autorisé ou utilisé. En France, cependant Dereeper et Romon (2003) montrent sur un échantillon de firmes françaises annonçant un rachat que 75% d'entre elles prévoient un financement mixte par trésorerie et dette.

s'il existe un ratio cible optimal de levier, une firme aura tendance à racheter ses actions si son ratio de dette est en dessous de son ratio cible.
Cette opération augmente le risque de l'entreprise, mais aussi sa valeur puisqu'elle réalise des économies d'impôts. Elle constitue un transfert de risque des actionnaires vers les créanciers (Herbin (2006)). Lie (2002) et Maxwell et Stephens (2003) confortent ce point en montrant une détérioration de la notation de la dette et des obligations suite à l'annonce d'un rachat.

L'efficacité du rachat à modifier le ratio de levier va être influencée par la méthode utilisée. Les offres publiques permettent en général de racheter de plus gros montants que les programmes de rachat (souvent limités à 10% du capital) et modifient donc plus fortement la structure du capital. Etant donnée la prédominance des programmes de rachat, Grullon et Ikenberry (2000) pensent que cette motivation est faible. Cela est confirmé par Hovakimian (2004) qui montrent que le rachat ne suffit pas à combler l'écart entre le ratio de levier réel et le ratio cible optimal. Le rachat n'améliore pas significativement le ratio de levier. Albouy et Morris (2006) montrent que les décisions de rachat des firmes canadiennes ne semblent pas influencées par la recherche d'une structure financière cible.

Pourtant des tests empiriques montrent l'importance dans les décisions de rachat, du décalage entre le niveau du ratio de dette réel et le ratio cible (Bagwell et Shoven (1988), Dittmar (2000), Hovakimian, Opler et Titman (2001), Lie (2002), Chan, Ikenberry et Lee (2004)). Cette motivation ressort aussi des enquêtes auprès de managers réalisées par Wansley et al. (1989), Mitchell, Dharmawan et Clarke (2001), Baker et al. (2003) et Brav et al. (2005). Dans l'étude de ces derniers, 28,2% des managers faisant du rachat affirment que le rachat sert à approcher le ratio d'endettement de son niveau cible. De même, Lie (2002) et Hovakimian (2004) rapportent que les déclarations des firmes à l'annonce du rachat fixent souvent l'optimisation de la structure du capital comme objectif.

En conclusion, il apparaît que la modification de la structure du capital est une motivation contestée de l'utilisation du rachat d'actions. Si les managers utilisent le rachat dans ce but, comme le montre les résultats empiriques, cela ne parvient pas à modifier significativement le ratio de dette. Ainsi, il semble nécessaire de mettre en doute cette motivation au rachat[23].

[23] Les motivations à modifier l'effet de levier existent comme le montrent l'augmentation du niveau des dettes des entreprises depuis 50 ans aux Etats-Unis. Cependant des méthodes autres que le rachat semblent plus efficaces, par exemple les fusions acquisitions avec recherches de synergie financières, les LBO…

2.2.2.2. Se protéger des OPA

Le rachat peut aussi être utilisé par les managers pour repousser les menaces d'OPA.
Bagwell (1991, 1992) montre que les actionnaires ont une évaluation hétérogène de leur entreprise et que cela permet d'utiliser le rachat pour augmenter le prix d'une OPA potentielle. En effet, les actionnaires qui vendent leurs actions lors d'une OPA évaluent faiblement l'entreprise, alors que ceux qui ne vendent pas ont une estimation élevée du prix de l'action. Racheter des actions quand il y a une menace d'OPA permet d'acquérir les titres des actionnaires ayant une évaluation faible, prêts à vendre à bas prix. Cela augmente le coût de l'OPA pour l'acheteur potentiel, puisqu'il lui faudra racheter les titres des actionnaires ayant l'estimation la plus haute. L'hypothèse de l'utilisation du rachat pour lutter contre les OPA est soutenue empiriquement par Bagwell (1991, (1992), Dittmar (2000) et Billett et Xue (à paraître). Cependant, l'enquête réalisée par Brav et al. (2005) montre que seuls 14,1% des directeurs financiers pensent que la protection contre les OPA peut être une raison importante pour racheter ses actions.

L'utilisation du rachat dans ce cadre sert les intérêts des managers et non ceux des actionnaires. L'OPA permet un contrôle des managers par le marché. La repousser est donc un recul du contrôle sur les dirigeants et dessert potentiellement les actionnaires. Denis (1990) montre que cela entraîne des pertes pour les actionnaires de la firme cible. En effet, la valeur de la firme après le rachat d'actions est inférieure à la valeur qu'elle aurait si l'OPA avait aboutie. Le rachat réévalue le cours, mais empêche une OPA intéressante pour les actionnaires[24].

La protection contre les OPA passe aussi par la modification de la structure de l'actionnariat et le renforcement du pouvoir d'un bloc d'actionnaires. Nous abordons cette hypothèse dans la partie suivante.

L'utilisation du rachat pour se protéger des OPA est plus fréquente dans les périodes où les prises de contrôle sont nombreuses (Dittmar (2000)), mais reste une motivation accessoire au rachat.

[24] A ce titre, les codes de bonne gouvernance édités dans de nombreux pays et qui cherchent à protéger les intérêts des actionnaires, recommandent souvent d'interdire l'utilisation du rachat pendant les périodes d'OPA. Voir par exemple en France, les alertes publiées par l'AFG.

2.2.2.3. Changer la structure de l'actionnariat

Le rachat peut être utilisé pour modifier la structure de l'actionnariat et par exemple, renforcer des positions existantes.
Lors d'un rachat, les actions rachetées par l'entreprise sont annulées ou privées du droit de vote. Les personnes participant au rachat voient leur actionnariat baisser puisqu'ils vendent des actions. A l'inverse, les actionnaires ne participant pas au rachat voient le leur augmenter : ils possèdent le même nombre d'actions mais ces actions représentent une part plus importante du capital.

Ainsi, le rachat permet par exemple de renforcer l'actionnariat dirigeant et de mieux aligner le comportement des managers sur les désirs des actionnaires. Le rachat est alors utilisé pour diminuer le conflit d'agence entre actionnaires et dirigeants (Vermaelen (2005)).
Dans le cas où le dirigeant est aussi l'actionnaire principal, le rachat peut être utilisé par ce dernier pour renforcer sa position et son enracinement. Cela lui permet de détourner plus de bénéfices privés et de favoriser son enrichissement personnel. Dans ce cas, le rachat détériore le conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires et répond à une logique privée (Ginglinger et L'Her (2001), Frankfurter et Wood (2003)).
La concentration de l'actionnariat permet aussi de renforcer le contrôle de bloc d'actionnaires et rend les prises de contrôle externes plus difficiles (Stulz (1988), Herbin (2006)). Le rachat sert encore une fois comme protection contre les OPA, via un mécanisme différent de celui vu au paragraphe précédent. Denis (1990) montre que 70% des entreprises qui ont fait du rachat dans ce but ont gardé leur indépendance.

Selon Ginglinger et L'Her (2001), l'accueil fait par les investisseurs au rachat est moins favorable en Europe qu'aux Etats-Unis. Cela conforte l'éventuelle utilisation du rachat pour modifier la structure de l'actionnariat. En effet, l'Europe continentale présente des structures d'actionnariat plus concentrées que les Etats-Unis. Le rachat entraîne alors une augmentation du conflit majoritaires / minoritaires, plutôt qu'une baisse du conflit actionnaires / dirigeants, d'où la réaction plus modérée des marchés.

Les programmes de rachat qui sont souvent limités en taille auront un effet plus faible que les offres publiques sur la structure de l'actionnariat et seront donc certainement moins utilisés dans ce but.

La modification de la structure de l'actionnariat est donc une des motivations des managers à faire du rachat d'actions, même si elle explique certainement peu de rachats.

2.2.2.4. Investir et désinvestir

Le rachat d'actions peut permettre d'obtenir des actions qui serviront à financer les acquisitions futures de l'entreprise, par exemple dans le cadre d'OPE. Cette motivation est un des objectifs prévus par la réglementation française pour les programmes de rachat d'actions, mais elle ne retient que peu d'attention dans la littérature académique (Herbin (2006)).

L'intérêt pour une entreprise de payer l'acquisition d'une autre société en titres est peu développé dans la littérature. Bierman et West (1966) avance un argument fiscal : la fiscalité rend parfois plus avantageuse la rémunération des actionnaires de la société cible sous cette forme.

Dans le cas d'une sous-évaluation du cours, le rachat des titres devient un bon placement pour l'entreprise. Elle acquière des titres à bon prix et les utilisent une fois qu'ils sont revalorisés pour financer son acquisition. L'importance de ce levier de financement est faible dans les cas où la taille du rachat est limitée.

Le rachat peut aussi être motivé par une baisse des opportunités d'investissement. Le surplus de cash qui résulte de ce manque d'opportunité est rendu aux actionnaires via le rachat. Au niveau macroéconomique, cela permet une réallocation des richesses des entreprises n'ayant pas d'opportunité d'investissement vers celles qui en ont. Cette réallocation se fait par le biais des investisseurs.

<u>Conclusion</u> : Pour conclure cet exposé des motivations au rachat, il est important de rappeler qu'il n'y a pas besoin d'élire une raison aux dépens des autres. Le rachat est un outil complexe, utilisé à différentes fins, non exclusives. Un même programme de rachat peut être la conséquence de plusieurs finalités du fait qu'il influence plusieurs variables financières de l'entreprise.

Certaines motivations sont cependant plus courantes et cette revue de littérature nous a permis de déterminer les principales raisons qui poussent les managers à racheter : distribuer des liquidités, contrer l'effet des stock-options et réévaluer le cours. Les autres finalités - modifier la structure du capital ou de l'actionnariat, repousser les OPA ou investir - motivent plus rarement le comportement des managers.

Ces motivations sont amenées à évoluer à travers le temps : l'utilisation des stock-options a fait émerger récemment une nouvelle finalité au rachat. De même, la protection des OPA est une motivation plus présente dans certaines périodes agitées des marchés.

Dans cette thèse, nous nous intéressons au rachat d'actions parce que c'est un outil de distribution. Il est alors intéressant de le comparer au dividende et de comprendre les liens qui les unissent. L'objectif principal est alors de chercher à savoir s'ils peuvent se substituer ou s'ils sont complémentaires. La partie suivante fait un état de la recherche sur cette question.

3. LE RACHAT D'ACTIONS ET LE DIVIDENDE : SUBSTITUTS OU COMPLEMENTS ?

Maintenant que nous avons défini le rachat et le dividende et les cas où le rachat peut être considéré comme une distribution, il est intéressant d'étudier la relation d'un instrument vis-à-vis de l'autre. Une des questions clé de la recherche est de savoir si les deux instruments ont tendance à se substituer.

Pour répondre à cette question, deux voies doivent être explorées. Il est tout d'abord nécessaire d'identifier les similitudes et les différences théoriques entre les deux outils. Ensuite, il est intéressant de constater empiriquement la place relative du rachat par rapport au dividende et à son évolution.
Nous exposons en première partie (3.1) une comparaison théorique entre dividende et rachat, puis en second (3.2), nous présentons les résultats des études empiriques étudiant, sur les marchés, l'éventuelle substitution du dividende par le rachat.

3.1. ETUDE THEORIQUE DE LA RELATION ENTRE RACHAT ET DIVIDENDE

3.1.1. Similitudes entre rachat et dividende

Les deux instruments sont considérés comme les seuls moyens à la disposition de la firme pour verser directement et légalement des liquidités à ses actionnaires. Comme nous l'avons vu au point (2.2.1.1.), dans le cadre de marchés parfaits et efficients, les deux instruments permettent une distribution de liquidités neutre en terme de richesse pour les actionnaires. De plus, les deux instruments modifient de façon identique la valeur de la firme. Cette distribution de liquidités se fait, dans le cas du rachat comme du dividende, en faveur des actionnaires et aux dépens des

tiers. Il s'agit en effet des liquidités qui sortent de l'entreprise et qui n'iront ni aux créanciers, ni aux salariés, ni aux fournisseurs, ni aux clients (Lease et al. (2000)).

La prise en compte des imperfections de marchés modifie cette neutralité de la politique de distribution. En présence d'asymétrie d'information, le rachat comme le dividende peuvent permettre aux dirigeants de signaler de l'information. Les réactions positives du cours à ces distributions appuient cette théorie. Nous verrons plus en détail dans la Section 2 – (2.2), l'hypothèse de signal des politiques de distribution.

Dans le cas de conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, une distribution de liquidités permet de diminuer le cash à disposition des managers. Rachat comme dividende permettent de limiter la présence de Free Cash Flow et améliorent ainsi le conflit. Nous étudierons plus en détail dans le Chapitre 3 de cette thèse, rachat et dividende dans le cadre de la théorie de l'agence.

Versement de liquidités, signal et diminution du Free Cash Flow sont les principales ressemblances entre rachat et dividende. Voyons à présent les différences mises en avant par la littérature.

3.1.2. Différences entre rachat et dividende

La théorie met en avant plusieurs différences entre rachat et dividende, certaines concernent l'actionnaire, d'autres l'entreprise et ses managers. Nous présentons successivement ces deux séries de différences.

Différences du point de vue de l'actionnaire :

Flexibilité du rachat

Nous avons vu que dans le cadre de marchés parfaits et efficients, dividende et rachat sont neutres pour la richesse de l'actionnaire. En revanche, le rachat et le dividende ne fournissent pas de façon identique l'actionnaire en liquidités. Dans le cas du dividende, tous les actionnaires reçoivent des liquidités proportionnellement à leur participation au capital. Dans le cas du rachat d'actions, seuls les actionnaires qui le désirent reçoivent des liquidités. Le rachat d'actions laisse donc plus de flexibilité aux actionnaires pour choisir la répartition qu'ils souhaitent entre liquidités et capital.

Inégalités entre actionnaires en cas d'asymétrie d'information

Dans le cas d'asymétrie d'information entre actionnaires, Brennan et Thakor (1990) montrent que les agents informés préfèrent les rachats car ils n'y participent que si le rachat est intéressant. Au contraire, les agents non informés préfèrent les dividendes qui les empêchent d'être lésés par rapport aux agents informés puisque le dividende est distribué équitablement.

Préférence irrationnelle des investisseurs

Shefrin et Statman (1984) mettent en avant l'existence de biais dans le comportement des investisseurs individuels et la préférence irrationnelle pour le dividende qui en découle. Le dividende permet par exemple aux actionnaires de recevoir des liquidités sans toucher à leur stock de capital[25].

Fiscalité

Une différence majeure entre rachat et dividende concerne la fiscalité de ces distributions. Le dividende est généralement imposé comme un revenu et le rachat comme une plus-value. Cette situation rend souvent le dividende plus lourd fiscalement que le rachat (Grullon et Michaely (2002) et Lease et al. (2000) pour les Etats-Unis, Wouters (2003) pour la Belgique). Cependant, l'étude approfondie des réglementations montre qu'il est difficile de conclure à la supériorité fiscale de l'un des deux instruments. L'imposition de la distribution va varier selon les législations nationales (présence d'un avoir fiscal, type et taux d'imposition, date de l'imposition) et les investisseurs (personne morale ou personne physique, tranche d'imposition, régime spéciaux entre filiale et société mère, exonération de certaines catégories d'investisseurs…). De plus, les réglementations au sein d'un même pays évoluent régulièrement dans le temps.

Afin d'illustrer ces différences, nous présentons ici l'exemple de la fiscalité française.

En France, le dividende est imposé comme un revenu, et le rachat[26] comme une plus-value. Les taux d'imposition varient selon l'identité de l'actionnaire : personne physique ou morale. Les règles d'imposition ont évolué depuis janvier 2005. Le tableau ci-dessous présente la fiscalité des dividendes et du rachat avant et après ce changement.

[25] Nous développerons les explications de la finance comportementale aux politiques de distribution dans la Section 2 - (2.3).

Tableau 3- Imposition des dividendes et rachats d'actions en France

<table>
<tr><th colspan="2"></th><th>Avant 2005</th><th>Après 2005</th></tr>
<tr><td rowspan="3">DIVIDENDE</td><td rowspan="2">Personne physique</td><td>Avoir fiscal de 50%.

L'actionnaire déclare le dividende plus l'avoir fiscal.
Il retranche ensuite l'avoir fiscal de son impôt sur le revenu.</td><td>Abattement de 50% en 2005, puis 40% à partir de 2006.
L'actionnaire applique sur le montant du dividende l'abattement ci dessus.
Il retranche ensuite un abattement forfaitaire (1 525 euros).
Enfin, il bénéficie d'un crédit d'impôt de 50% (ou 40%) de son dividende, plafonné à 115 euros.</td></tr>
<tr><td colspan="2">L'imposition de l'actionnaire dépend de sa tranche d'impôt sur le revenu.</td></tr>
<tr><td>Personne morale</td><td>Avoir fiscal de 10% (si régime des sociétés mères 50%)
L'actionnaire déclare le dividende plus l'avoir fiscal.
Il retranche ensuite l'avoir fiscal de son impôt sur les sociétés (33,1/3%).</td><td>Le dividende est imposé pour son montant net, sauf pour les régimes de société mère, au taux de l'impôt sur les revenus (33,1/3%).</td></tr>
<tr><td rowspan="2">RACHAT</td><td>Personne physique</td><td colspan="2">Imposition de la plus-value au taux de 27% (impôt sur le revenu 16% + prélèvements sociaux 11%), si la cession est > à 15 000 euros.</td></tr>
<tr><td>Personne morale</td><td colspan="2">Imposition de la plus-value au taux de l'impôt sur les sociétés (33,1/3%).
Dans le cas de plus-values sur titres de participation détenus depuis plus de deux ans, l'imposition se fait au taux des plus-values à long terme de 15%.</td></tr>
</table>

Tableau réalisé grâce au rapport de la Direction Générale des Impôts et Direction de la Législation Fiscale (2005).

De plus, les investisseurs institutionnels ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés. Les actionnaires des fonds sont traités selon le principe de transparence fiscale : ils sont considérés fiscalement comme s'ils étaient personnellement propriétaires de leur quote-part des actifs.

Il est important de préciser que le dividende est imposé sur l'intégralité de la somme distribuée, au contraire du rachat qui n'est imposé que sur la plus-value, c'est-à-dire sur la différence entre le prix d'achat et le prix de vente du titre. Cela favorise les distributions utilisant le rachat. De ce fait, pour les personnes morales, l'imposition du rachat est inférieure à celle du dividende. En revanche, il est plus dur de conclure à la prédominance en matière de fiscalité de l'un ou l'autre des instruments de distribution pour les particuliers. L'outil le plus intéressant fiscalement

[26] Nous ne nous intéressons ici qu'à la fiscalité des programmes de rachat d'actions et non des OPRA.

dépend de la tranche d'imposition sur le revenu de l'investisseur et du montant de la plus-value. Pour les tranches basses, le dividende est plus avantageux. Pour les tranches hautes, le rachat est plus intéressant. En réalité, tous les cas sont possibles. Nous présentons en Annexe 2 des graphiques permettant de comparer l'imposition du dividende et du rachat pour les particuliers. Ils montrent la difficulté de conclure à la supériorité fiscale d'un outil de distribution.

Différences du point de vue de l'entreprise et des managers

Flexibilité du rachat

Le rachat est considéré comme un outil plus flexible que le dividende. Les habitudes de comportement en matière de dividende en font un outil rigide. Il est difficile pour une entreprise d'avoir un dividende fluctuant et les managers évitent de le baisser (Lintner (1956)). Au contraire, le rachat peut être arrêté et recommencé sans risque ou pénalité de la part de l'actionnaire[27].

Les managers qui distribuent pour la première fois sont donc tentés de garder plus de liberté en utilisant le rachat. Cette hypothèse est confortée par l'étude de Brav et al. (2005). Cette différence de flexibilité peut entraîner une complémentarité des deux outils. Le rachat peut être utilisé pour distribuer les revenus temporaires, et le dividende pour les revenus permanents. Guay et Harford (2000) et Jagannathan, Stephens et Weisbach (2000) modélisent et confortent cette hypothèse.

Influence du rachat sur de nombreuses variables financières

Les aspects collatéraux du rachat le différencient fortement du dividende. Le fait que le rachat influence l'actionnariat, l'investissement ou la structure du capital va interagir avec son utilisation en tant qu'instrument de distribution. Les managers qui hésitent sur le choix de l'instrument de distribution vont choisir le rachat s'ils craignent une OPA, s'ils possèdent des stock-options ou s'ils veulent modifier la structure de l'actionnariat.

En cas de ratio faible de dette, le choix de l'instrument sera moins tranché. Le rachat permet d'améliorer le levier, mais cet effet peut aussi être obtenu en finançant le dividende par dette.

Conclusion : Pour l'actionnaire comme pour l'entreprise ou ses dirigeants, les différences entre rachat et dividende sont importantes. Si les deux outils permettent de verser des

[27] Cette différence historique entre dividende et rachat peut être lue à travers la théorie des conventions. Des conventions quant à la distribution de dividende existent. Le lissage du dividende est un élément de connaissance commune. Au contraire, le rachat est un outil plus récent et les conventions à son sujet ne sont pas encore établies.

liquidités, de signaler de l'information ou de diminuer le Free Cash Flow, leurs différences en terme de forme, de fiscalité ou de flexibilité sont à prendre en compte.

La préférence des investisseurs et des managers porte aussi bien sur le dividende que sur le rachat et il est donc difficile de conclure à la supériorité de l'un ou l'autre des deux instruments. Cette première partie théorique nous amène donc à conclure à la probable complémentarité du dividende et du rachat en tant qu'outils de distribution, plutôt qu'à la substitution d'un instrument par l'autre.

3.2. ETUDE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE RACHAT ET DIVIDENDE

L'étude théorique des différences entre rachat et dividende conclut à une probable complémentarité des deux instruments. Pour parfaire cette conclusion, il convient d'analyser le soutien empirique apporté à chacune des deux hypothèses. Les études réalisées cherchent à voir si la progression récente du rachat se fait au détriment du paiement de dividende. Elles analysent l'éventuelle substitution du dividende par le rachat[28].

Pour présenter les résultats des études empiriques, nous choisissons d'observer successivement la situation sur le marché nord américain, puis européen.

Le marché nord-américain

Plusieurs études se sont intéressées à l'évolution relative du dividende et du rachat aux Etats-Unis. Les deux principales, Fama et French (2001) et Grullon et Michaely (2002) ont des conclusions divergentes quant à la substitution du dividende par le rachat.

Rejet empirique de l'hypothèse de substitution

Fama et French (2001) observent une baisse de la propension à payer des dividendes des entreprises américaines. Ils imputent cette baisse à un changement des caractéristiques des firmes[29] et non à la progression du rachat. Ils montrent que les firmes, indépendamment de leurs caractéristiques, distribuent moins qu'avant. Ils comparent cette évolution avec celle du rachat et concluent que le rachat n'explique pas la baisse de la propension à payer des dividendes. Grullon

[28] Etant donné l'importance historique du dividende, c'est la substitution éventuelle du dividende par le rachat qui est étudiée et non le contraire.

[29] Le nombre croissant de petites entreprises, à la rentabilité basse, aux fortes opportunités de croissance et à la distribution faible explique en partie cette évolution.

et Michaely (2002) contestent ces résultats en raison de la mesure du niveau de rachat employée par Fama et French[30].

Les résultats de Fama et French (2001) sont pourtant confirmés par De Angelo et al. (2000). Ces derniers étudient l'évolution relative des dividendes exceptionnels et des rachats d'actions et ne trouvent pas d'évidence allant dans le sens de la substitution. De même, Lee et Rui (2007) montrent que les deux outils de distribution ne sont pas de parfaits substituts.

Soutien empirique à l'effet de substitution

Grullon et Michaely (2002) au contraire concluent à la substitution du dividende par le rachat. Leur étude porte sur un échantillon de 15 843 entreprises américaines sur la période 1972-2000 et comporte différents niveaux d'analyse.

En premier lieu, ils observent l'évolution du niveau des rachats et des dividendes. Le dividende a été la forme principale de distribution au XX^{ème} siècle. C'est depuis les années 1980 que l'activité de rachat a augmenté. Ils montrent qu'aujourd'hui le rachat est devenu une forme importante de distribution. Parmi les firmes qui distribuent des liquidités, elles étaient 31% en 1972 à faire du rachat contre 80% en 2000. De même, en 1972, 26,6% des firmes qui distribuaient pour la première fois le faisaient via rachat contre 84,2% en 2000. En 1999 et 2000, pour la première fois, les entreprises américaines ont distribué davantage sous forme de rachat que de dividende.

Le ratio de distribution de dividende des entreprises a baissé de 21,4% en 1972 à 11,4% en 2000. L'augmentation simultanée du rachat permet cependant au ratio de distribution total de rester stable. Suite à ces observations, les auteurs concluent que les firmes ont financé leurs rachats avec des fonds qui auraient auparavant servi à augmenter les dividendes.

Les auteurs utilisent ensuite le modèle de prévision des dividendes développé par Lintner (1956) et comparent le taux de distribution de dividende actuel avec le taux prédictif issu du modèle. Ils montrent que la différence entre les deux taux est d'autant plus forte que l'entreprise fait du rachat.

Ils observent enfin la réaction des cours à une baisse du dividende et montrent qu'elle est moins négative si l'entreprise fait aussi du rachat. La réaction du marché à une baisse du dividende n'est pas statistiquement différente de 0 pour les entreprises qui rachètent à l'inverse des entreprises qui ne rachètent pas.

[30] Ces derniers utilisent la variation des actions auto détenues pour estimer le rachat. Selon Stephens et Weisbach (1998), cette mesure minimise la taille réelle du rachat et donne des estimations 60% inférieures à celles données par une mesure faite à partir des dépenses de liquidités destinées aux rachats. Cela pourrait expliquer les divergences entre les deux études.

Les résultats de ces différentes analyses amènent les auteurs à conclure à la substitution du dividende par le rachat sur les marchés américains.
Le dernier point de leur étude cherche à comprendre pourquoi cette substitution s'est faite si lentement. Selon les auteurs, l'assouplissement de la loi sur les rachats en 1983 aux Etats Unis a permis le développement du rachat et marqué le début de la substitution. Avant cette date, la législation faisait craindre aux entreprises américaines d'être accusées de manipulation de cours lors des opérations de rachat.

$\Rightarrow$ Aux Etats-Unis, les recherches divergent dans leur conclusion sur le lien entre dividende et rachat. Les études montrent une baisse de la propension à distribuer des dividendes, mais le rôle du rachat y est perçu différemment. L'étude de Grullon et Michaely (2002) montre une substitution du dividende par le rachat, mais elle montre aussi que le dividende est encore bien présent. Elle ne permet pas de conclure à la disparition du dividende et rend donc un peu hâtive la conclusion qu'il y a substitution. Il est raisonnable de penser que le rachat rattrape son retard en terme de fréquence d'utilisation grâce à un assouplissement de la loi, et que son importance va stagner afin que les deux outils coexistent.
L'observation de données plus récentes confirme ce point. Certes les montants distribués sous forme de rachat sont plus importants que ceux versés sous forme de dividende, mais le montant des dividendes payés par les entreprises du S&P 500 bat chaque année un record. Selon un article du International Herald Tribune[31], en 2003, 161 milliards de dollars ont été distribués sous forme de dividende, contre 214 milliards en 2004.

Le marché européen

Au Royaume- Uni, Renneboog et Trojanowski (2005b) repoussent l'hypothèse de substitution du dividende par le rachat. Sur un échantillon de 985 firmes entre 1992 et 1998, ils montrent que le niveau du dividende n'a pas baissé. L'importance du rachat a augmenté mais le dividende continue à représenter une vaste proportion des montants distribués. 85% des firmes distribuent des dividendes contre 6% seulement qui font du rachat. De plus, les firmes qui font du rachat ont tendance à verser des dividendes.
Ferris, Sen et Yui (2006) documentent une baisse du nombre de firmes payant des dividendes au Royaume-Uni, passant de 75.9% des entreprises à 54.5% sur la période 1998-2002.

[31] Voir International Herald Tribune, 5 janvier 2005, "U.S. Firms Step up Dividend Increases", Norris F.

En France, Dereeper et Romon (2006) contestent eux aussi l'hypothèse de substitution sur la période 1998 – 2001. Les firmes les plus actives en matière de rachat d'actions distribuent aussi une part importante et croissante de leurs revenus sous forme de dividende. L'approche par un modèle de Lintner permet de comparer les taux de distribution de dividende prévus et réels avant et après l'introduction du rachat en France. Les résultats montrent que le rachat d'actions n'altère pas la vitesse d'ajustement du dividende à sa cible. L'importance du dividende en France est d'ailleurs confirmée en 2005. 31 milliards d'euros ont été distribués sous cette forme par les entreprises du CAC 40, en augmentation de 43% par rapport à 2004[32].
Le fait que cette étude ne s'intéresse qu'à la période proche de l'autorisation du rachat en France nous oblige à tempérer les résultats. Les résultats de Grullon et Michaely (2002) montrent que le changement dans l'importance relative du rachat par rapport au dividende est lent.

$\Rightarrow$ En Europe, les études s'accordent sur une non substitution du dividende par le rachat.

<u>Conclusion :</u> Cette revue de littérature sur la question de la substitution ou de la complémentarité entre dividende et rachat conforte l'hypothèse de complémentarité. En effet, les études empiriques, dans l'ensemble, ne confortent pas l'hypothèse de substitution et les deux outils ont des caractéristiques différentes qui nous portent à conclure à une complémentarité entre les deux outils.
Seule l'étude de Grullon et Michaely (2002) conclue à une substitution du dividende par le rachat. Ce n'est pour l'instant qu'une tendance qui montre une substitution partielle du dividende. Etant donné les connaissances apportées par la recherche actuelle, on peut penser que la situation américaine se stabilisera à un niveau permettant l'utilisation des deux outils de façon complémentaire et non l'utilisation unique du dividende comme on l'a observé jusque récemment.

[32] Voir l'article d'Enjeux Les Echos, 01 octobre 2006 « Ont ils sacrifié les salariés au profit des actionnaires? ».

Conclusion de la Section 1 :

Cette première section a présenté les outils de distribution de liquidités : le dividende et le rachat.

Le dividende est un outil historiquement important. La manière dont il est distribué est très formalisée. Les managers souhaitent que les distributions soient lissées et ils évitent toute baisse du dividende.

L'importance du rachat est plus récente. Son utilisation est réglementée et répond à différentes motivations. Il permet de distribuer des liquidités et est à ce titre un concurrent du dividende. Il permet aussi de réévaluer le cours et de lutter contre la dilution créée par les stock-options. Accessoirement, il peut être un outil d'investissement, de modification de la structure du capital ou de l'actionnariat ou peut permettre aux managers de lutter contre les prises de contrôle.

Dividende et rachat sont deux instruments de distribution de liquidités différents et il est intéressant de comprendre le lien qui les unit : ont-ils tendance à se substituer ou à compléter ?

Une étude théorique des différences et similitudes nous a amenés à conclure à la complémentarité des deux outils. Tous deux servent à distribuer des liquidités, envoyer un signal et diminuer le Free Cash Flow, mais leurs différences en terme de forme, de fiscalité et de flexibilité en font des outils complémentaires. Cette complémentarité est partiellement confirmée par les études empiriques sur l'évolution dans le temps des deux instruments.

A présent dans une seconde Section, nous expliquons pourquoi la compréhension des politiques de distribution est complexe et nous exposons les différentes théories explicatives de la présence et de la forme de ces politiques.

SECTION 2. POLITIQUES DE DISTRIBUTION

L'existence et la forme des politiques de distribution peinent à être expliquées et comprises par la théorie financière. Cette incompréhension a donné lieu à des interrogations répétées durant ces 50 dernières années.

La Section 2 de cette revue de littérature sur les distributions de liquidités aux actionnaires a pour objectif d'expliquer l'existence de cette énigme (1.), puis de présenter les différentes voies de recherche exploitées pour résoudre cette incompréhension (2.). Seules les recherches faites dans le cadre de la théorie de l'agence ne seront pas présentées. En effet, le cadre théorique choisi pour cette thèse est celui de la théorie de l'agence et de la gouvernance. L'état de la recherche sur les politiques de distribution dans ce cadre sera donc développé en détail dans le Chapitre 3. Cependant, nous justifions dans cette section le choix que nous avons fait de poursuivre notre étude en utilisant le cadre de la théorie de l'agence (3.).

1. L'ENIGME DES DIVIDENDES – LE « DIVIDEND PUZZLE »

Les politiques de distribution aux actionnaires sont une énigme pour les économistes depuis une cinquantaine d'années. Tout part de l'article pionnier de Miller et Modigliani (1961) qui démontre la neutralité des dividendes sur la valeur de la firme. Cependant, la réalité empirique ne fait que contredire cette neutralité, et la communauté scientifique ne cesse de chercher à comprendre cette divergence.

En premier lieu (1.1.), nous rappelons le contenu de l'article de Modigliani et Miller, puis nous expliquons pourquoi il a donné naissance à une des grandes énigmes de la Finance (1.2.).

1.1 LA NEUTRALITE THEORIQUE DU DIVIDENDE

Il est impossible de faire un travail sur les politiques de dividendes sans se référer au célèbre article de Miller et Modigliani (1961). Il démontre la neutralité de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise dans le cadre spécifique de marchés parfaits et efficients.

Les hypothèses de base de ce cadre s'énoncent comme suit :

- Les marchés de capitaux sont parfaits. L'information est gratuite, il n'existe pas de coût de transaction, ni de taxe et aucun acteur n'est suffisamment important pour avoir une influence sur le cours des actions.

- Les comportements sont rationnels. Les investisseurs préfèrent toujours plus de richesse à moins de richesse et sont indifférents sur la forme de leur richesse.
- Enfin, il n'existe aucune incertitude sur le marché : les investissements et profits futurs sont connus. Cette dernière hypothèse sera levée par la suite.

Dans ce cadre et à politiques d'investissement et d'endettement données, Miller et Modigliani démontrent que la valeur de la firme est indépendante du niveau de dividende. L'argumentation des auteurs tient à l'hypothèse que la firme peut se refinancer gratuitement et sans frais sur les marchés et qu'elle finance son dividende par augmentation de capital. Si la firme souhaite augmenter le montant de son dividende sans changer sa politique d'investissement et d'emprunt, elle émet plus d'actions. L'augmentation du dividende entraîne pour la société un décaissement comblé par un encaissement de valeur égale provenant de l'émission d'actions. La valeur de la firme reste donc inchangée. Les auteurs démontrent que la valeur de la firme est ainsi déterminée uniquement par le montant de ses profits et de ses investissements.
Pour l'investisseur, la politique de dividende est neutre car il pourra répliquer le flux de liquidités apporté par le dividende par une stratégie appropriée de vente et achat d'actions.
Sous ces hypothèses restrictives, la politique de dividende est donc neutre pour l'entreprise et pour l'investisseur.

1.2. LA CONTESTATION EMPIRIQUE DE LA NEUTRALITE DES DIVIDENDES

L'observation de la réalité empirique donne une image bien différente des politiques de distribution et il est difficile de parler de neutralité du dividende.
Quelques observations empiriques suffisent à comprendre cette divergence. Reprenons les exemples donnés par Allen et Michaely (2003). Ils citent six observations qui jouent un rôle important dans la discussion sur les politiques de distribution :
- les entreprises distribuent une partie significative de leur revenu sous forme de dividende ou de rachat d'actions ;
- historiquement, les dividendes sont le moyen traditionnel de distribution. Mais les rachats d'actions prennent une ampleur grandissante ;
- sur les marchés financiers américains, la proportion d'entreprises distribuant des dividendes a baissé. Les entreprises américaines tendent à utiliser davantage le rachat pour distribuer ;
- les investisseurs au taux d'imposition élevé reçoivent d'importants montants de dividendes et payent donc de gros impôts sur ces versements ;
- les entreprises lissent leur dividende. Le rachat est plus volatile ;

- le marché réagit positivement à l'annonce d'un rachat ou d'une augmentation de dividende et négativement à la baisse d'un dividende.

Ces observations contredisent la neutralité des dividendes. Les investisseurs ne semblent pas neutres vis-à-vis du dividende, du rachat ou du gain en capital. Ils semblent montrer une préférence vis-à-vis de la distribution, malgré la présence de taxes. Enfin, la valeur de l'entreprise est affectée par ses décisions de distribution.

Selon Miller et Modigliani (1961), cette divergence entre théorie et réalité s' explique par la non-conformité des marchés financiers avec les hypothèses de leur modèle. Les chercheurs s'accordent sur le fait que les hypothèses de base du modèle ne sont pas réalisées (Goffin (2004)). Miller et Modigliani (1961) développent d'ailleurs les conséquences de la relaxation de certaines des hypothèses.
Des taxes, de l'asymétrie d'information, des coûts de transaction sont alors insérés au modèle afin de le faire rendre compte des observations empiriques. Mais le développement de ces théories ne suffit pas et ne semble que rendre la compréhension des politiques de distribution de plus en plus complexe. C'est ainsi que Black (1976) parle d'énigme des dividendes (« *Dividend Puzzle* ») : « *The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together* »[33].
Selon lui cette énigme se résume en deux questions : « *Why do corporations pay dividends ? Why do investors pay attention to dividends ?* »[34].

Ces deux questions illustrent une division de la recherche sur les politiques de distribution. D'un côté, elle porte sur la compréhension de la réaction des cours boursiers aux distributions et à leurs annonces. De l'autre, elle porte sur la compréhension des décisions de distribution des entreprises. Bien entendu ces deux problématiques ne sont pas totalement distinctes, mais elles peuvent constituer une séparation dans les recherches : compréhension du comportement des actionnaires d'un côté, compréhension du comportement des entreprises de l'autre.

Dans le cadre de cette recherche, c'est à la compréhension des comportements des entreprises que nous nous intéressons. Nous allons donc à présent exposer les théories

[33] « Plus on observe la problématique du dividende, plus cela ressemble à un puzzle avec des pièces qui ne s'emboîtent pas. »

[34] « Pourquoi les entreprises payent elles des dividendes ? Pourquoi les investisseurs prêtent-ils attention aux dividendes ? »

explicatives développées pour tenter de résoudre cet aspect de l'énigme des politiques de distribution.

2. THEORIES EXPLICATIVES DE LA NON NEUTRALITE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Dans cette partie, nous présentons un aperçu des théories développées pour expliquer le comportement de distribution des entreprises. Ces théories découlent de la relaxation des hypothèses de base du modèle de Miller et Modigliani (1961). Ils précisent que, dans le cadre de l'étude des politiques de distribution, ce ne sont pas les imperfections du marché en soit qui comptent, ce sont celles qui peuvent expliquer la préférence des investisseurs pour le dividende. Ainsi, au début, seules vont être étudiées les imperfections flagrantes, mais rapidement leur manque de pouvoir explicatif va mener à l'étude de la plupart des imperfections. Nous présentons ici un aperçu de ces théories.

Tout d'abord, nous étudions l'influence de la présence des taxes, de coûts de transaction et de contraintes institutionnelles (2.1.). Ensuite, nous présentons la théorie du signal qui relaxe l'hypothèse d'information parfaite (2.2.). Enfin, les apports de la finance comportementale sont développés (2. 3.).

La théorie de l'agence n'est pas présentée dans cette section car elle est le cadre théorique de cette thèse et sera donc développée ultérieurement. Nous justifions ce choix dans la conclusion de ce chapitre.

2.1. TAXES, COUTS DE TRANSACTION ET CONTRAINTES INSTITUTIONNELLES

Selon Miller et Modigliani (1961), la présence de taxes est un des principaux éléments explicatifs des formes des politiques de distribution. Cette voie de recherche a été très tôt suivie par les académiciens. C'est pourquoi nous commençons par un exposé des études sur l'effet des taxes (2.1.2.). Nous associons à cette présentation un aperçu des recherches sur l'effet des coûts de transaction et des contraintes institutionnelles (2.1.1.), ces hypothèses nous semblant être en cohérence avec le cadre d'étude sur l'effet des taxes.

2.1.1. Effet des coûts de transaction et des contraintes institutionnelles

Selon Miller et Modigliani (1961), l'entreprise n'a pas de raison de distribuer de l'argent à ses actionnaires car ces derniers peuvent obtenir le niveau de liquidités qu'ils souhaitent en vendant des titres. Cependant, la présence de coûts de transaction et l'existence de contraintes institutionnelles peuvent modifier cette situation.

S'il existe un coût à vendre des actions, l'actionnaire qui a besoin de liquidités, pousse son entreprise à distribuer afin de lui éviter de payer ces coûts de transaction. Dans le cas où la distribution est taxée, l'investisseur souhaite une distribution uniquement si les coûts de transaction sont supérieurs aux taxes sur la distribution (Allen et Michaely (2003)). Les auteurs montrent que cette hypothèse obtient peu de soutien empirique : la baisse des coûts de transaction au fil des années ne s'est pas accompagnée d'une baisse de la demande de dividende. Pourtant selon Dong, Robinson et Veld (2005), qui réalisent un sondage auprès d'investisseurs individuels hollandais, les coûts de transaction sont la principale raison qui amène les investisseurs à vouloir des dividendes.

L'existence de politiques de distribution taxées peut aussi être justifiée par la présence de contraintes institutionnelles. Les entreprises sont amenées à distribuer des dividendes pour permettre aux investisseurs soumis à des contraintes réglementaires de les respecter. Del Guercio (1996) teste cette hypothèse en regardant l'effet aux Etats-Unis des lois dites « prudent man laws ». Selon l'auteur, ces lois influencent le choix des actions présentes dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, mais le dividende n'y joue aucun rôle prédominant.
L'influence de contraintes institutionnelles sur les politiques de distribution peut être envisagée. Cependant, à ce jour, aucune recherche n'a mis en avant quelles contraintes expliqueraient la présence et la forme des politiques de distribution actuelles.

⇒ Ni les coûts de transaction, ni les contraintes institutionnelles n'offrent un cadre théorique intéressant pour expliquer les politiques de distribution de liquidités.

2.1.2. Effet fiscal et comportement des entreprises

L'introduction de taxes dans le modèle de Miller et Modigliani (1961) trouble l'hypothèse de neutralité des dividendes. Les auteurs citent d'ailleurs la différence de fiscalité entre plus-value et dividende comme une imperfection majeure au sens où elle peut amener un investisseur à avoir une préférence systématique pour un dollar de dividende ou pour un dollar de plus-value.

L'effet de clientèle

Selon Miller et Modigliani (1961), l'existence de fiscalités différentes peut permettre à une firme d'attirer une « clientèle » d'investisseurs préférant le taux de distribution offert par l'entreprise. Théoriquement, c'est donc via l'effet de clientèle que se matérialise l'influence de la fiscalité sur le comportement de distribution des entreprises. L'hypothèse de clientèle soutient que les actionnaires vont choisir d'investir dans les entreprises dont la politique de distribution minimise

leur fiscalité. Ainsi, une firme choisit son mode de distribution selon la fiscalité de ses actionnaires ou de ceux qu'elle veut attirer (Albouy et Dumontier (1992), Allen et Michaely (2003)).

Difficulté à déterminer le mode de distribution fiscalement optimal

La détermination du mode de distribution fiscalement optimal est néanmoins délicate. La fiscalité des dividendes et des rachats dépend des pays et des investisseurs. Nous avons vu qu'en France, il était difficile de conclure sur l'avantage fiscal de l'un ou l'autre des instruments. La majorité de la littérature fait toutefois l'hypothèse raisonnable que le rachat est plus intéressant pour une majorité d'investisseurs que le dividende. Le rachat est, pour les investisseurs fortunés, moins taxé que le dividende, mais surtout il permet de se soustraire à une distribution en ne participant pas au rachat.

Nous présentons ici les études relatives à l'influence des taxes sur les choix de politiques de distribution faits par les entreprises. Etant donné notre focalisation sur le comportement des firmes, nous ne présentons pas les études sur l'effet de la fiscalité sur les cours[35].

Les recherches développées ici peuvent se classer en deux catégories. Tout d'abord, celles où le comportement de distribution de l'entreprise est lié à la fiscalité de l'actionnaire moyen. Puis, les recherches qui s'intéressent uniquement à l'influence de la fiscalité de certains actionnaires comme par exemple l'actionnaire majoritaire, l'actionnaire-dirigeant ou les investisseurs institutionnels. Nous présentons successivement ces deux types de recherches.

La politique de distribution des firmes est influencée par la fiscalité de l'actionnaire moyen

L'hypothèse testée directement ou indirectement dans ces recherches est la suivante : le dividende étant imposé comme un revenu, plus un investisseur se situera dans les tranches hautes d'imposition, plus il investira dans des entreprises payant peu de dividendes.

Cette situation peut résulter d'un comportement statique de l'investisseur qui choisit d'investir sur le long terme dans une entreprise à la distribution compatible avec sa propre fiscalité. Elle peut aussi résulter d'un comportement dynamique des investisseurs (Kalay (1982)). Ce

[35] La littérature sur l'effet des taxes dans le cadre des politiques de distribution est abondante. D'un côté, elle cherche à comprendre la réaction des cours aux distributions, et de l'autre elle cherche à comprendre le comportement de l'entreprise. Cette division n'est pas stricte et de nombreuses études s'intéressent aux deux aspects. Pour les raisons précisées plus haut, nous ne nous intéressons ici qu'aux études permettant de comprendre le comportement des entreprises. Pour une revue de littérature sur l'influence des taxes sur la valeur de l'entreprise et sur son cours, voir Lease et al. (2000) ou Albouy et Dumontier (1992)

comportement se matérialise par des ventes ou achats de titres dans les jours qui suivent ou précédent le détachement du coupon. L'actionnaire fortement imposé sur le dividende évite ainsi de le recevoir. Le portefeuille est adapté à la fiscalité de l'investisseur de façon dynamique.
Nous présentons ci-dessus les différents tests empiriques de ces hypothèses.

Tests empiriques de l'existence d'un effet de clientèle statique

Les études de Elton et Gruber (1970), Pettit (1977), Lewellen, Stanley, Lease et al. (1978), Desbrières (1987, (1988), Hamon et Jacquillat (1992), Graham et Kumar (2006) et Lee, Liu, Roll et al. (2006) confirment l'existence d'un lien positif entre la forte (faible) imposition des investisseurs et leur détention en actifs d'entreprise distribuant peu (beaucoup) de dividendes. Cependant, ce lien est souvent faible et les études documentent parfois l'existence d'investisseurs fortement imposés et détenant des titres d'entreprises versant de généreux dividendes. Allen et Michaely (2003) confirment cet élément en montrant que le dividende est de plus en plus payé à des investisseurs fortement imposés : la proportion de dividendes payés aux investisseurs fortement imposés par rapport aux dividendes payés à l'ensemble des investisseurs a ainsi varié de 42% en 1972 à 73% en 1996, aux Etats-Unis. Barclay, Holderness et Sheehan (2004) montrent que les entreprises-actionnaires (qui aux Etats-Unis montrent une préférence fiscale pour le dividende) ne sont pas plus représentées dans les entreprises qui distribuent des dividendes que dans les autres firmes.
⇒ L'ensemble de ces résultats conforte faiblement et de façon ambiguë l'existence d'un effet de clientèle statique.

Tests empiriques de l'effet de clientèle via les modifications de réglementation

L'effet de clientèle peut aussi être testé en observant l'effet des changements de législation. Une modification de la politique de distribution d'une firme suite à un changement de fiscalité tendrait à prouver l'influence de la fiscalité sur la politique de distribution. Le soutien empirique est faible : Bolster et Janjigian (1991), Papaioannou et Savarese (1994) et Casey, Anderson, Mesak et al. (1999) ne trouvent pas de modification du niveau global des dividendes suite à la réforme fiscale américaine de 1986. Poterba et Summers (1984) étudient les changements de fiscalité au Royaume Uni et trouvent des résultats dans le sens de l'effet de clientèle. Perez-Gonzalez (2003) montre que les réformes influencent les politiques de distribution uniquement si elles modifient la fiscalité de l'actionnaire principal de la firme.
⇒ Les résultats empiriques sur l'effet des changements de réglementation ne soutiennent pas globalement l'existence d'un effet de clientèle.

Tests empiriques de l'existence d'un effet de clientèle dynamique

L'augmentation des volumes de transactions au moment des détachements de coupons mise en avant par Lakonishok et Vermaelen (1986), Michaely et Vila (1995) et Seida (2001), tend à confirmer l'existence de stratégies dynamiques de clientèle. En France, Desbrières (1987)ne trouve aucune modification des volumes de transactions le jour du détachement du coupon, résultats contraires à ceux de Hamon et Jacquillat (1992).

$\Rightarrow$ Ces résultats confortent aux Etats Unis l'existence d'un effet de clientèle dynamique. Les résultats sont plus ambigus en France.

L'existence de transactions sur le titre au moment du détachement du dividende prouve qu'il n'est pas pertinent d'avoir un modélisation statique de l'effet de clientèle, où l'actionnariat de chaque entreprise serait fiscalement homogène (Allen et Michaely (2003)). En effet, un petit investisseur fortement imposé et détenteur de titres d'une entreprise versant des dividendes peut se soustraire aux taxes en vendant ses titres avant le versement du dividende. Cela peut expliquer en partie l'ambiguïté des résultats présentés ci-dessus.

Opinions des managers et effet de clientèle

Si l'existence d'un effet de clientèle joue sur le comportement de distribution des entreprises, on devrait en trouver trace dans les études réalisées auprès de managers. Brav et al. (2005) montrent que 41,8% des managers utilisent le rachat pour minimiser les taxes de leurs actionnaires, mais ils mettent aussi en avant la faible préoccupation des managers pour la fiscalité de leurs actionnaires, à l'instar des études de Baker et Powell (1999a) et Baker et al. (2003). Encore une fois, le soutien empirique de l'effet de clientèle est faible.

Conclusion : L'état actuel de la recherche ne permet pas de conclure clairement sur l'effet de la fiscalité de l'investisseur moyen sur le comportement des entreprises. On peut tout de même penser que la fiscalité influence le comportement des investisseurs - via des transactions dynamiques permettant d'éviter une imposition non désirée – plutôt que le comportement des firmes.

Afin d'approfondir l'effet de la fiscalité sur le comportement des entreprises, une autre voie de recherche a été récemment développée. Elle s'intéresse à l'influence de la fiscalité de certains investisseurs. Nous présentons maintenant ces études.

La politique de distribution des firmes est influencée par la fiscalité de certains actionnaires

Les résultats ambigus du test de l'effet de clientèle peuvent être expliqués par la grande hétérogénéité de l'imposition des investisseurs, celle-ci rendant difficile l'optimisation fiscale de la distribution pour tous. Il est raisonnable de penser que les managers vont chercher à optimiser la fiscalité de certains actionnaires seulement. Libre ensuite aux autres investisseurs d'investir dans des entreprises qui proposent une distribution cohérente avec leur fiscalité. Les actionnaires retenus par la littérature et pouvant influencer le comportement de distribution des entreprises sont les suivants : les investisseurs institutionnels, les actionnaires-dirigeants et l'actionnaire principal.

Influence de la fiscalité des investisseurs institutionnels

Aux Etats-Unis, la majorité des investisseurs institutionnels montrent une préférence fiscale pour les dividendes (Allen, Bernardo et Welch (2000)). Or, Blouin et Nondorf (2004) montrent que les entreprises qui ne payent pas de dividende ou qui favorisent le rachat ont un actionnariat institutionnel plus faible. Binay (2001) trouve que la participation institutionnelle diminue (augmente) lorsque une firme omet de (commence à) payer un dividende. Moser (à paraître) montre que lorsque la part des institutionnels taxés augmente, la probabilité de distribuer via rachat est plus forte. Au contraire, Bartov, Krinsky et Lee (1998) montrent que plus une firme a d'actionnariat institutionnel, plus la probabilité qu'elle fasse un rachat plutôt que de distribuer des dividendes est forte. Grinstein et Michaely (2005) montrent que les institutionnels ne sont pas attirés par les entreprises qui payent de gros dividendes, mais par celles qui payent des petits dividendes ou qui font du rachat. Jain (1999, (2005) montre que les institutionnels préfèrent les entreprises qui versent peu ou pas de dividende.

$\Rightarrow$ La divergence des résultats empiriques sur l'influence de la fiscalité des institutionnels ne permet pas de conclure sur l'existence d'un lien entre politique de distribution et présence d'investisseurs institutionnels.

Influence de la fiscalité de l'actionnaire principal

Les managers peuvent être aussi dirigés dans le choix d'une politique de distribution par la fiscalité des actionnaires principaux. Perez-Gonzalez (2003) montre que la politique de distribution d'une firme est influencée par la fiscalité de son actionnaire principal quand celui-ci est un individuel. Eckbo et Verma (1994) concluent également que la politique de distribution des firmes canadiennes varie selon l'identité de l'actionnaire principal et sa fiscalité. Au contraire, Correia Da Silva, Goergen et Renneboog (2004) ne trouvent aucune évidence quant à

l'influence de la fiscalité de l'actionnaire principal sur la politique de distribution des firmes allemandes.

⇒ Encore une fois, le soutien empirique est ambigu, mais il semble montrer une influence aux Etats-Unis de la fiscalité de l'actionnaire principal sur les politiques de distribution.

Influence de la fiscalité des actionnaires - dirigeants

Si les dirigeants sont actionnaires, leur propre fiscalité peut avoir une influence. La fiscalité des personnes physiques à hauts revenus rend en général le rachat moins taxé que le dividende. Les dirigeants doivent donc être moins imposés sur le rachat. Moser (à paraître) montre que les entreprises qui ont un actionnariat interne fort privilégient le rachat du fait de la préférence fiscale des managers pour le rachat. Hsieh et Wang (à paraître) confirment que la fiscalité des actionnaires internes influence le choix de l'instrument de distribution, après avoir contrôlé que cet effet n'est pas lié aux stock-options des dirigeants.

⇒ Il existe un soutien empirique à l'effet de la fiscalité des dirigeants sur leur choix de politiques de distribution.

Ainsi, seule la fiscalité de l'actionnaire principal ou de l'actionnaire-dirigeant semble influencer les politiques de distribution choisies par les entreprises.

Conclusion : Cette partie a présenté l'état de la recherche sur l'influence des taxes, des coûts de transaction et des contraintes institutionnelles sur les politiques de distribution. Si les coûts de transaction et les contraintes institutionnelles ont un effet négligeable, il est plus délicat de conclure sur l'influence des taxes.

Le soutien empirique de l'effet de clientèle est très faible et ambigu. Cette ambiguïté peut être en partie expliquée par la variété des méthodes utilisées pour les tests, et par l'hétérogénéité et la complexité des situations fiscales des investisseurs.

L'analyse des études empiriques nous amène alors à conclure que l'influence de la fiscalité sur les choix de l'entreprise n'existe que pour les actionnaires principaux ou dirigeants. La fiscalité des investisseurs institutionnels ou de l'investisseur moyen n'influence pas de façon significative le comportement de l'entreprise, même si elle peut influencer le comportement de l'investisseur. En conclusion, il nous semble intéressant de noter que l'influence de la fiscalité des investisseurs principaux et dirigeants semble cohérente avec le cadre théorique de l'agence.

Ainsi, la fiscalité relative du dividende par rapport au rachat est un élément qu'il ne faut pas négliger pour tenter de résoudre le « dividend puzzle » mais qui ne peut suffire à lui seul à comprendre la forme et l'existence des politiques de distribution.

2.2. ASYMETRIE D'INFORMATION ET THEORIE DU SIGNAL

2.2.1. Le principe

Dans des marchés efficients et parfaits tels que supposés par Miller et Modigliani (1961), tous les participants ont la même information sur la firme, y compris les managers, banquiers et actionnaires. Une asymétrie d'information existe à partir du moment où un groupe possède une information supérieure sur la situation de l'entreprise ou ses projets.

L'étude des effets de l'asymétrie d'information se justifie facilement (Lease et al. (2000)). La plupart des chercheurs et des praticiens pensent que les dirigeants connaissent mieux la situation de leur entreprise que les autres acteurs du marché. Et la recherche empirique a depuis longtemps documenté l'effet positif (négatif) de l'annonce d'une hausse (baisse) du dividende sur les cours, laissant supposer une délivrance d'information via cette distribution.

Le contenu informatif des dividendes est très tôt abordé dans la littérature. Mais Watts (1973) en déplore le manque de soutien empirique et de modélisation. Ce n'est que tard que plusieurs modèles ont cherché à comprendre quelle information, s'il y en a, était transmise par l'annonce des dividendes. Les exemples les plus connus sont les modèles de Bhattacharya (1979), John et Williams (1985) et Miller et Rock (1985). Ils sont présentés ci-dessous ainsi que d'autres tentatives de modélisation.

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 (1997, page 1747) rappelle les conclusions de Spence (1974) et Riley (1975) sur les conditions d'équilibre des marchés où l'information est asymétrique : « le signal doit être coûteux et l'émission de mauvais signaux doit être pénalisée pour que les dirigeants d'entreprises non performantes ne soient pas incités à faire croire le contraire de manière à tirer profit de la surévaluation, même momentanée, que pourrait entraînait l'activité de signalisation erronée ». Le coût de signalisation est soit direct, soit indirect. Dans le premier cas, il touche directement le dirigeant via sa rémunération ou l'actionnaire via l'imposition du dividende. Dans le second cas, il affecte la valeur de la firme et donc indirectement la richesse de l'actionnaire (Albouy et

Dumontier (1992)). Quelque soit le type de coût, les dirigeants et actionnaires n'accepteront de signaler par un dividende que si les bénéfices de ce signal dépassent ses coûts.

2.2.2. Les principaux modèles de signalisation des dividendes

Présentons en premier lieu **le modèle de Bhattacharya (1979)**. C'est un modèle à une période, où les managers agissent dans le sens des intérêts des actionnaires. Les actionnaires n'ont pas d'information sur la rentabilité future des investissements.

En début de période (t = 0), les managers investissent dans un projet I, ils en connaissent la rentabilité. Ils annoncent en t =0 une distribution de dividende pour t =1.

En fin de période (t = 1), les managers utilisent les revenus de leur investissement pour payer le dividende précédemment annoncé. Si les managers ont menti sur les revenus de leur investissement, ils n'ont pas assez de liquidités en t = 1 pour payer le dividende et doivent donc se refinancer coûteusement sur le marché.

A l'équilibre, il n'est pas rentable pour une entreprise d'annoncer un dividende supérieur à ses revenus futurs à cause des coûts de refinancement sur le marché. Ainsi, seules les entreprises ayant des projets d'investissement rentable vont distribuer un dividende. Dans ce modèle, le coût de signalisation est double : le coût du refinancement et le coût de l'imposition des dividendes.

Plusieurs critiques ont été émises sur ce modèle. Sa simplicité est trop grande pour refléter correctement la réalité. Jacquillat et Levasseur (1984) montrent que les taux de distribution théoriques atteignent rapidement des valeurs aberrantes. De plus, Lease et al. (2000) soulignent que ce modèle pose le problème de l'annonce du dividende. En effet, en période 0, les managers annoncent un dividende mais ne le payent qu'en fin de période. Ils ne sont donc pas obligés de payer la somme initialement annoncée. La façon dont les managers s'obligent à payer ce qu'ils ont annoncé n'est pas spécifiée dans le modèle et en devient une limite. Le signal délivré par les annonces de dividendes serait nul puisque potentiellement faux.

John et Williams (1985) proposent un modèle où il existe une asymétrie d'information entre managers et actionnaires concernant les opportunités d'investissement et les cash-flows futurs. Les managers cherchent à maximiser la richesse des actionnaires, c'est-à-dire le revenu net d'impôt des actionnaires et la valeur actuelle de leurs actions.

A l'équilibre du modèle, les auteurs démontrent que les managers signalent une augmentation de la rentabilité de leurs investissements en distribuant un dividende taxable, d'autant plus élevé que la rentabilité des investissements l'est. Le dividende permet ainsi de réévaluer le cours du titre.

Le coût de signalisation est lié à l'imposition des dividendes. Seule une entreprise ayant une bonne rentabilité a intérêt à payer des dividendes et à faire subir à ses actionnaires le coût de l'imposition. Pour les actionnaires, le paiement de taxes sur la distribution de dividendes est compensé par les gains sur la réévaluation du titre faisant suite au transfert d'information.

Miller et Rock (1985) construisent un modèle à deux périodes où les revenus et l'investissement sont inconnus des investisseurs. Les managers signalent la valeur **présente** de leur entreprise via le dividende.

Une mauvaise entreprise peut prétendre avoir des revenus importants en distribuant un gros dividende. Elle utilise pour cela l'argent destiné à ses investissements. Au contraire, une bonne entreprise utilise ses revenus et non l'argent de ses investissements pour distribuer des dividendes. Le coût d'une mauvaise signalisation est donc le coût d'opportunité subi par la mauvaise firme en ne pouvant plus investir les fonds qu'elle a distribués dans des investissements productifs. A l'équilibre, le dividende signale bien les revenus réels de l'entreprise.

Ambarish, John et Williams (1987) enrichissent les modèles de Miller et Rock (1985) et de John et Williams (1985) en utilisant plusieurs types de signaux. Le dividende, mais aussi l'investissement et l'émission d'actions sont utilisés pour signaler conjointement les revenus futurs de l'entreprise. Ce modèle intègre également la prise en compte de croissances différentes selon les firmes. Le signal à l'équilibre doit donc être interprété selon la nature des firmes.

Kalay (1980) modélise une signalisation par les dividendes en s'inspirant du modèle de signal par le taux d'endettement de Ross (1977). Le dividende permet de différencier les firmes très rentables, des firmes moins rentables. Afin de permettre l'équilibre, Kalay suppose que les managers cherchent à maximiser leur rémunération et sont directement pénalisés s'ils émettent un mauvais signal. L'aversion des dirigeants pour les baisses de dividende est la condition nécessaire pour atteindre un équilibre. En effet, l'émission d'un mauvais signal par le manager, c'est-à-dire la distribution d'un dividende alors que l'entreprise est peu rentable, accroît le risque de devoir diminuer le dividende suivant. Pour ne pas courir ce risque, le manager se signalera correctement.

Bar-Yosef et Huffman (1986) s'inspirant du modèle de Kalay (1980), reprennent l'idée de la fonction d'intéressement du dirigeant. Ici, la taille du dividende annoncé est une fonction croissante des prévisions de cash-flows. Bar-Yosef et Huffman spécifient les conditions que doit avoir la fonction d'intéressement des dirigeants pour atteindre un équilibre. Le manager doit être

rémunéré sur la valeur de la firme au moment où les informations seront révélées et il doit être pénalisé s'il envoie un mauvais signal.
Ces deux modèles souffrent de la même critique : la fonction d'intéressement des dirigeants est problématique et semble peu conforme au mode réel de rémunération des dirigeants (Desbrières (1987)).

Kumar (1988) intègre à son modèle le comportement de lissage des firmes. Le dividende permet un transfert d'information incomplet : il signale une amélioration ou une détérioration de la situation de l'entreprise, mais reste un mauvais élément de prédiction des revenus. Cela est expliqué par l'existence d'un conflit entre actionnaires et dirigeants qui empêche le dirigeant de transmettre parfaitement l'information. Cette hypothèse supplémentaire vient dépasser les limites des modèles qui supposent un parfait alignement du comportement des managers sur les désirs des actionnaires (comme John et Williams (1985) ou Bhattacharya (1979)).

Kale et Noe (1990) développe un modèle où les dividendes signalent le risque et donc inversement la stabilité des cash-flows de l'entreprise.

Dans le cadre de l'existence de conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, le dividende peut aussi être considéré comme le signal d'une bonne nouvelle : la surveillance accrue par les investisseurs institutionnels (Allen et al. (2000)) ou la diminution du risque de Free Cash Flow (Jensen (1986)). Nous avons choisi d'étudier ces modèles par la suite, dans le cadre de la théorie de l'agence.

Dans leur ensemble, ces modèles de signalisation par le dividende montrent plusieurs limites. Leur simplicité les rend souvent peu compatibles avec le monde réel : pas de prise en compte de l'investissement ou comportement irréaliste des managers.
Allen et Michaely (2003) et Lease et al. (2000) soulignent les limites des modèles où le coût de signalisation n'est pas lié à l'imposition du dividende ou à la différence d'imposition entre dividende et rachat (Miller et Rock (1985), par exemple). Dans ce cas, les managers devraient choisir de distribuer en utilisant l'instrument le moins taxé. Or aux Etats-Unis, où le rachat est

autorisé depuis longtemps et a été imposé moins sévèrement jusqu'en 2003[36], on observe une prédominance forte du dividende[37].

Afin d'expliquer l'utilisation du dividende plutôt que du rachat d'actions, certains modèles (Bhattacharya (1979), John et Williams (1985)) supposent que l'imposition du dividende est le coût de signalisation. Dans ces cas, plus le signal est coûteux (donc plus le dividende est taxé) et moins il faut distribuer de dividendes pour que ce signal soit efficace. Cela permet de différencier deux situations : celle où le dividende contient de l'information mais n'est pas utilisé comme signal et celle où le dividende est un signal au sens de Spence (1974). Bernheim et Wantz (1995), suite à une étude sur l'évolution des taxes sur le dividende, soutiennent le fait que le dividende est un signal du fait de son imposition. Cependant une étude plus approfondie de Bernhardt, Douglas et Robertson (2005) montre que le contenu informatif du dividende n'est pas positivement lié au coût marginal des dividendes de la façon prévue par les théories du signal. Ils s'intéressent pour cela à 18 changements de fiscalité entre rachat et dividende aux Etats-Unis et étudient si le signal est associé à un rendement plus grand quand le dividende est taxé moins favorablement. Ils concluent que dans le cadre des théories du signal, l'imposition du dividende n'explique pas son utilisation par rapport au rachat.

Cette difficulté à justifier l'utilisation du dividende par rapport au rachat est une limite importante des modèles du signal. Une nouvelle hypothèse est proposée par Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000). Le dividende et le rachat ne signalent pas la même information : le dividende signale la permanence des revenus présents de la firme alors que le rachat signale des revenus présents temporaires. La présence des deux types d'outils de distribution sur le marché peut alors être justifiée. Guay et Harford et Jagannathan et al. testent et valident leur hypothèse.

La question des méthodes alternatives de signalisation est une limite de ces modèles. Si on arrive à justifier la présence du rachat, qu'en est-il des autres méthodes d'information? L'utilisation du dividende comme signal implique qu'il n'existe pas d'autre méthode de signalisation aussi efficace et moins coûteuse. Cela est contestable. De nos jours, les contrôles et audits effectués sur les comptes des entreprises fournissent des informations financières précises et relativement sûres. Ils permettent d'informer clairement les marchés. Pour autant, Asquith et Mullins (1986,

[36] En 2003, aux Etats-Unis, un acte proposé par l'administration Bush (The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act) a aligné pour les particuliers l'imposition du dividende sur celle des gains en capitaux.

[37] Même si aujourd'hui le rachat prend de plus en plus d'ampleur et tend à se substituer au dividende, ce dernier reste le moyen historique de distribution de liquidités (voir Grullon et Michaely (2002)).

page 35) remarquent que le message délivré par le dividende est peut-être plus crédible du fait de la présence de cash : « *Alternative communications may lack the credibility that come with «saying it with cash»*»[38]. Selon eux, le dividende est un message simple et visible, alors que la plupart des comptes rendus et autres documents informatifs demandent un regard expert. De plus, le dividende permet de fournir de l'information sans révéler de détails sensibles aux concurrents. Les méthodes alternatives ne seraient donc pas d'assez bons substituts du dividende pour le remplacer.

<u>Conclusion :</u> Cette partie a présenté les principaux modèles de signalisation par le dividende[39]. Elle a souligné quelques critiques de fond de ces modèles telles que leur trop grande simplicité (difficulté à prendre en compte les autres politiques financières, hypothèse d'alignement du comportement des managers sur les intérêts des actionnaires…) ou leur difficulté à expliquer la présence de rachat ou de méthodes alternatives de communication.

Ces critiques affaiblissent les modèles présentés, mais ne les remettent pas en cause. Friedman (1953) précise que c'est la capacité à prédire qui fait la validité d'un modèle, et non la vérité de ses hypothèses. Pour conclure sur la validité des modèles du signal, il est donc nécessaire d'en tester empiriquement les prédictions. Cependant, la trop grande simplicité des hypothèses de signalisation rend leur test difficile car ces modèles n'aboutissent pas à des conclusions directement vérifiables sur le plan empirique (Albouy et Dumontier (1992)).

Il est donc difficile de valider empiriquement les modèles de signalisation. Pour autant, il est possible de tester l'existence d'un contenu informatif des politiques de distribution. S'il n'y a pas d'information transmise par les distributions, la théorie du signal sera fortement affaiblie. Au contraire, si un contenu informatif existe, la théorie du signal ne pourra être invalidée. Présentons maintenant ces études empiriques.

2.2.3. Tests empiriques de la théorie du signal

Pour tester les modèles de signalisation présentés ci-dessus, les études se sont concentrées sur plusieurs questions : Quelle variable le dividende signale-t-il : revenus, opportunités d'investissement, risque ? Sur quelle époque renseigne-t-il : le présent ou le futur ? Le signal donné par le dividende est-il le même que pour le rachat d'actions ?

[38] « Les communications alternatives n'ont pas la crédibilité d'un message « dit avec du cash ». »

[39] Pour une revue de littérature plus complète, voir Albouy et Dumontier (1992) ou Allen et Michaely (2003)

Allen et Michaely (2003) proposent trois implications empiriques majeures découlant des théories du signal :

- une hausse (baisse) de la distribution doit être suivie par une hausse (baisse) des revenus ;
- une hausse (baisse) de distribution non anticipée doit être suivie d'une hausse (baisse) du prix de l'action ;
- une hausse (baisse) de distribution non anticipée doit être suivie d'une hausse (baisse) des prédictions des analystes.

Nous présentons les résultats des recherches sur le sujet en utilisant le classement proposé par Allen et Michaely. Suite à cet exposé, nous montrons dans une dernière partie les résultats d'études ayant interviewé les décideurs des politiques de distribution.

Réactions des cours boursiers aux dividendes et rachats. Hypothèse : une hausse (baisse) de distribution non anticipée doit être suivie d'une hausse (baisse) du prix de l'action

La réaction des marchés aux annonces de distributions ne semble pas être sujette à débat. Les études s'accordent majoritairement sur une réaction du cours dans le même sens que le changement de distribution.

Les études concernant les dividendes

Ces études montrent que le cours d'une action réagit positivement (négativement) à une hausse (baisse) du dividende. Cette réaction est d'autant plus importante que le changement de dividende est fort (Pettit (1972), Aharony et Swary (1980), Asquith et Mullins (1983), Healy et Palepu (1988), Bajaj et Vijh (1990), Denis, Denis et Sarin (1994), Yoon et Starks (1995), Michaely, Thaler et Womack (1995)).

Le marché réagit plus fortement aux baisses de dividendes qu'aux hausses. La réaction du cours à une hausse du dividende est plus faible que celle qui fait suite à une baisse de même ampleur du dividende (Pettit (1972), Michaely et al. (1995)).

L'observation des réactions à long terme du cours boursier suite à un changement de dividende montrent que les marchés n'intègrent pas immédiatement toute l'information dans les cours. (Michaely et al. (1995)). Le dividende ne permet donc pas une intégration immédiate et parfaite de l'information signalée. Il ne peut alors pas être considéré comme un signal parfaitement efficient.

Les résultats de ces études confortent la théorie du signal : ils montrent que de l'information est transmise à l'annonce d'une distribution de dividende. Aharony et Swary (1980) vérifient que

cette information est différente de celle donnée par les annonces de revenus. De plus, Bajaj et Vijh (1990) notent que la réaction des marchés est plus importante pour les petites entreprises où l'on peut penser que l'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants est plus importante.

Pour nuancer ce soutien empirique à la théorie du signal, il faut rappeler que ces différents résultats peuvent aussi conforter la théorie du Free Cash Flow. Encore une fois, l'hétérogénéité des résultats rend difficile toute conclusion : Lang et Litzenberger (1989) soutiennent la théorie du Free Cash Flow et montrent que le marché réagit plus fortement aux changements de dividendes des firmes qui surinvestissent qu'à ceux de celles qui sous investissent. Cependant leurs résultats sont infirmés par les études de Denis et al. (1994) et Yoon et Starks (1995).

Les premiers résultats empiriques tendent à soutenir l'hypothèse de signalisation du dividende, mais ils ne sont pas suffisants pour la valider. Il faut examiner les résultats empiriques des autres hypothèses de la théorie du signal pour conclure sur son pouvoir explicatif.

Les études concernant les rachats d'actions.

L'effet de l'annonce d'un rachat d'actions a été principalement testé aux Etats-Unis où il est autorisé depuis longtemps. Dans la majorité des études, c'est l'effet de l'annonce de l'autorisation du rachat et non de sa mise en œuvre qui est testé. Les recherches empiriques montrent une réaction positive du marché suite à l'annonce du rachat. L'ampleur des réactions diffère selon les méthodes de rachat[40].

Suite à un programme de rachat d'actions sur le marché, des rendements anormaux significatifs de 3% environ sont calculés sur les jours qui suivent l'annonce (Vermaelen (1981), Comment et Jarrell (1991), Ikenberry et al. (1995), Grullon et Michaely (2004), Gaspar et al. (2005), Peyer et Vermaelen (2005)).

Suite à une offre publique de rachat à prix fixe ou par enchères, les réactions du marché sont très positives : entre 8% et 13% de rendements anormaux sur la période de l'offre (Vermaelen (1981), Comment et Jarrell (1991), Bagwell (1992) Peyer et Vermaelen (2005)).

Les études réalisées en dehors des Etats-Unis portent principalement sur des programmes de rachat sur le marché. Elles constatent une faible réaction du cours, environ 1% de rendements anormaux à l'annonce du rachat (Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) pour le Canada,

[40] Voir la Section 1 – (2.2.) pour une présentation des différentes méthodes de rachat.

Lasfer (2002) pour l'Angleterre et l'Europe, Rau et Vermaelen (2002) pour l'Angleterre, Ginglinger et L'Her (2006) pour la France).
L'intégration de l'information, s'il y en a, suite à un programme de rachat semble longue. Ikenberry et al. (1995) montrent une réaction des cours plus importante sur le long terme (4 ans) que sur le court terme.

Les différences de réaction selon les méthodes de rachat utilisées permettent de dire que l'information transmise y est différente. Vermaelen (2005) note que les modèles du signal semblent convenir aux offres publiques de rachat mais pas aux programmes de rachat. En effet, dans cette dernière configuration, l'annonce du vote du programme n'oblige pas l'entreprise à effectivement procéder au rachat. De plus, les rachats qu'elle réalise sont souvent secrets, ce qui semble contraire à l'idée de signaler de l'information.
Ainsi, la réaction des marchés aux offres publiques de rachats valide la théorie du signal, mais les programmes de rachat sur le marché doivent correspondre à une autre réalité.

Liens entre revenus de la firme et distribution. Hypothèse : une hausse (baisse) de la distribution doit être suivie par une hausse (baisse) des revenus.

Si les études empiriques présentées ci-dessus s'accordent sur le fait que la politique de distribution transmet de l'information au marché, il est nécessaire de comprendre quelle information est signalée. Une hypothèse majeure est que l'entreprise communique sur ses résultats présents (modèle de Miller et Rock (1985)) ou futurs (modèles de Bhattacharya (1979), John et Williams (1985)…).
Les liens entre variation de la distribution et variation des revenus ont donc été examinés et les conclusions n'apportent pratiquement aucun appui à la théorie du signal.

Les études concernant le dividende

La littérature empirique remet en cause le lien entre dividende et revenus futurs. L'hypothèse selon laquelle les changements de dividende prédiraient une augmentation des revenus futurs anormaux ne trouve pas ou peu de soutien empirique (Watts (1973), Gonedes (1978), De Angelo, De Angelo et Skinner (1996), Benartzi, Michaely et Thaler (1997), Grullon, Michaely et Swaminathan (2002), Grullon, Michaely, Benartzi et al. (2005), Lie (2005b)).

Seuls Healy et Palepu (1988) et Nissim et Ziv (2001) confortent la théorie du signal. Les premiers montrent que les entreprises qui commencent (arrêtent) de payer des dividendes ont des changements positifs (négatifs) de revenus avant et après la distribution. Nissim et Ziv (2001)

observent suite à un changement de dividende une variation dans le même sens des revenus futurs. La méthode qu'ils utilisent est cependant remise en question par Grullon et al. (2005).

Certains types de variation du dividende permettraient tout de même de différencier les bonnes entreprises, des mauvaises. Benartzi et al. (1997) montrent que les entreprises qui augmentent leur dividende ont moins de chance de voir leurs revenus futurs baisser que celles qui ne l'ont pas augmenté. De même, De Angelo, De Angelo et Skinner (1992) montrent que parmi les entreprises qui font des pertes, celles qui coupent leur dividende ont plus de chance d'avoir de mauvais revenus futurs que celles qui maintiennent leur dividende.

L'ensemble de ces études tend à contredire l'une des hypothèses de base de la théorie du signal : le lien positif entre changement de dividende et revenus futurs. Cela remet en cause les théories qui modélisent le dividende comme un signal sur la performance futur. Miller (1986) résume cette conclusion : « *dividends are better described as lagging earnings than as leading earnings* »[41]. En effet, le dividende est davantage la résultante de la performance passée et présente de la firme, comme le montrent les études de Lintner (1956), Benartzi et al. (1997), Garrett et Priestley (2000), Healy et Palepu (1988), Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000).

Seul le modèle de Miller et Rock (1985) trouverait un soutien empirique sur son lien entre dividende et revenus. Mais les autres critiques du modèle présentées ci-dessus ne permettent pas pour autant d'en faire un modèle satisfaisant.

Les études concernant le rachat

Vermaelen (1981), Dann, Masulis et Mayers (1991) et Nohel et Tarhan (1998) trouvent une augmentation significative des revenus anormaux suite au rachat. Cette augmentation de revenus a principalement lieu dans le long terme. Vermaelen (2005) montre que le signal est conforté par la prime offerte lors des offres publiques de rachat. Cela confirme à nouveau que si le rachat est un outil de signalisation, c'est surtout via les offres publiques et non pas via les programmes de rachat.

Ces résultats apportent néanmoins un soutien contestable à la théorie du signal et seraient liés à la réduction des Free Cash Flows. Nohel et Tarhan (1998) montrent que l'amélioration de la performance suite au rachat est vraie uniquement pour les entreprises à faible croissance. Selon

[41] « Les dividendes sont mieux décrits comme une enveloppe aux revenus que comme guidant les revenus. »

eux, elle résulte d'une meilleure organisation des actifs et d'une réduction des Free Cash Flows suite au rachat et ne correspond pas à la théorie du signal.
Le lien entre rachat et revenus présents trouve davantage de soutien empirique : Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000) observent un lien entre rachat et revenus non récurrents de l'entreprise.

⇒ La revue des ces recherches empiriques infirme fortement la théorie du signal. Le manque de lien entre revenus futurs et politique de distribution est une limite évidente au signal. Ces études permettent donc de contester fortement le pouvoir explicatif des modèles de signalisation.
Analysons à présent les autres recherches empiriques sur la réaction des analystes financiers afin de voir si elles infirment elles aussi la théorie du signal.

Liens entre prévisions des analystes et distribution. Hypothèse : une hausse (baisse) de distribution non anticipée doit être suivie d'une hausse (baisse) des prédictions des analystes

Selon Ofer et Siegel (1987), Denis et al. (1994), Yoon et Starks (1995) et Choi et Chen (1997), suite à un changement positif (négatif) de dividende, les analystes révisent significativement et positivement (négativement) leur prévision de revenus courants. Seuls Choi et Chen (1997) observent une révision des prévisions à long terme. De plus, ils montrent que la révision des prévisions des analystes est plus forte suite à un rachat que suite à une hausse de dividende.
L'étude des réactions des analystes souligne le lien entre revenus présents et distribution et conforte le doute sur le pouvoir explicatif du signal.

Résultats des études ayant interviewé les décideurs de politiques de distribution

Les études réalisées à partir d'enquêtes auprès de managers apportent elles aussi un soutien ambigu à la théorie du signal. Selon ces praticiens, les politiques de distribution envoient un signal au marché ou plutôt transmettent des informations complémentaires (Wansley et al. (1989), Jog et Srivastava (1994), Baker et Powell (1999a, (1999b), Gillet (2000), Baker et al. (2002), Brav et al. (2005)). Un changement de dividende reflète un changement des prévisions futures des managers (Baker et Farrelly (1988)). Le dividende est dépendant de la performance future et présente de l'entreprise (Jog et Srivastava (1994)). Le rachat d'actions signale une confiance dans l'avenir des managers (Wansley et al. (1989), Gillet (2000)), mais son importance en tant que signal est faible (Baker et al. (1981), Baker et al. (2003)). Les managers craignent qu'un changement de dividende puisse envoyer un faux signal au marché, il leur apparaît important d'expliquer clairement toute raison à un changement de dividende. (Baker et

Powell (1999a), Baker, Powell et Veit (2001)). Couper un dividende peut signaler une situation critique ou d'énormes opportunités d'investissement (Brav et al. (2005)).

Ces conclusions qui semblent soutenir la théorie de l'agence doivent cependant être nuancées. Si les managers s'accordent sur le rôle de signal du dividende, ce n'est pas pour autant ce qui les pousse à distribuer. De plus, s'ils pensent que le dividende est un signal, ils utilisent ce terme dans le sens de transmettre et non dans le sens académique qu'on lui connaît (Brav et al. (2005)). Ainsi, même si ces enquêtes auprès de managers montrent que le signal n'est pas qu'une notion académique, elles apportent peu de soutien à la théorie du signal.

Conclusion :

Les études empiriques, que nous avons présentées en premier et qui s'intéressent à la réaction boursière qui suit les distributions, confortent l'idée que la politique de distribution transmet de l'information. Cependant, le reste des études met en doute le fait que la distribution soit un signal.

On peut proposer plusieurs explications à ces limites. Frankfurter et Wood (2003) soulignent les problème inhérents aux tests : mesure et définition des variables, limites des méthodologies d'études d'événement. De Angelo et al. (1996) rappellent que la subjectivité et l'ignorance managériale dans l'estimation des revenus causent des imprécisions dans l'estimation des revenus futurs et minorent l'information contenue dans les distributions. Amihud et Li (2006) proposent l'hypothèse d'un changement du contenu informatif des dividendes à travers les époques qui rendrait opaques les résultats empiriques.

De plus, on peut se demander si les résultats empiriques ne trouveraient pas leur explication dans des théories concurrentes, telle que celles de l'agence.

Faut-il rejeter la théorie du signal ? Dans le cadre des politiques de distribution, aucune théorie ne trouve un soutien empirique parfait. Le « dividend puzzle » existe car trop de phénomènes influencent la distribution et les réactions qu'elle engendre. La conclusion de cette courte revue de littérature ne doit donc pas être le rejet de la théorie du signal, mais la modération de son importance comme théorie explicative de la non-neutralité des politiques de distribution.

2.3. FINANCE COMPORTEMENTALE ET POLITIQUE DE DISTRIBUTION

Suite à l'article de Miller et Modigliani (1961), différentes imperfections de marché ont été insérées dans les modèles explicatifs des politiques de distribution afin de comprendre leur effet sur la valeur et le comportement des entreprises. La dernière imperfection à avoir été introduite est la rationalité limitée des agents. Cela s'est fait dans le cadre des études en finance comportementale.

La finance comportementale s'intéresse aux biais comportementaux des agents[42]. Dans le cadre de la finance d'entreprise comportementale, Shefrin (2001) distingue l'effet des biais comportementaux des investisseurs (coûts comportementaux d'origine externe) de l'effet des biais cognitifs ou émotionnels des managers (coûts comportementaux internes).

Pour présenter les recherches sur les politiques de distribution dans le cadre comportemental, nous utilisons cette distinction.

Tout d'abord, nous présentons les recherches modélisant l'influence de certains biais des investisseurs sur les politiques de distribution : nous exposons ici les modèles de Shefrin et Statman (1984) et de Baker et Wurgler (2004b).

Ensuite, nous abordons brièvement l'influence potentielle des biais des managers sur ces mêmes politiques.

Approche de la finance comportementale par le comportement des investisseurs

Le modèle de Shefrin et Statman (1984)

Les auteurs mettent en avant plusieurs biais des investisseurs qui peuvent expliquer leur préférence pour les dividendes. Pour cela, ils font appel à trois théories issues de la psychologie : la théorie de l'autocontrôle (« Self Control Theory ») (Shefrin et Thaler (1981), la théorie des perspectives (« Prospect Theory ») (Kahneman et Tversky (1979) et l'aversion au regret (Kahneman et Tversky (1982)).

La théorie de l'autocontrôle décrit les individus comme étant souvent en conflit interne, c'est-à-dire qu'ils désirent obtenir ou faire des choses qu'ils se refusent pourtant. Parfois l'individu craque et fait ce qu'il s'était refusé. Pour éviter ce craquage, il a recours à deux techniques : soit il augmente sa capacité à se contrôler, soit il minimise ses opportunités de craquer en s'imposant des règles. La seconde technique est souvent choisie par les individus car considérée comme moins douloureuse. Shefrin et Statman (1984) modélisent le comportement de l'investisseur ayant besoin de liquidités grâce à cette théorie. Il a besoin de liquidités, mais doit rester

[42] voir Charreaux (2005) pour un rappel sur les biais comportementaux.

raisonnable et ne pas dépenser tout son capital. Si l'investisseur vend des actions pour obtenir des liquidités, il entame son capital et risque d'en dépenser une trop grosse partie. En revanche, s'il se refuse à vendre ses actions et se suffit des versements de dividendes, il ne risque plus de dépenser son capital. L'investisseur s'impose donc une règle : « ne pas dépenser le capital, seulement les dividendes ». Cela peut expliquer la préférence des investisseurs pour les dividendes malgré leur imposition.

La théorie des perspectives remplace la fonction d'utilité classiquement utilisée en économie par une fonction de « valeur ». Cette dernière est une fonction concave (du côté des gains) et convexe (du côté des pertes). Elle n'est pas symétrique. Une perte est subie plus durement qu'un gain de même valeur n'est apprécié. De plus, l'individu ne considère pas toujours la résultante de ses pertes ou de ses gains, parfois il traite perte et gain séparément. Le but est de maximiser sa « valeur »[43]. Ainsi, selon le niveau du cours et le montant du dividende versé, les individus réagissent différemment. Une diminution du dividende entraîne une réaction plus forte qu'une hausse.

L'aversion au regret est un biais de l'individu qui fait qu'il a plus de regret vis-à-vis d'une action qu'il a prise que vis-à-vis d'une action qu'il n'a pas prise. De même, il a davantage de regret vis-à-vis d'un comportement non routinier que vis-à-vis d'un comportement routinier. Ce biais a lui aussi une influence sur le comportement de l'investisseur vis-à-vis du dividende. En ne vendant pas d'actions et en récupérant un dividende, l'investisseur minimise ses regrets potentiels.

Les biais et comportements décrits par ces trois théories sont présents chez les investisseurs particuliers. S'ils désirent des liquidités, ils préféreront le versement de dividende. Ainsi, l'utilisation des résultats de la psychologie peut aider à comprendre la préférence des individus pour le dividende et le comportement des entreprises qui s'alignent sur cette préférence.
Une des critiques de ce modèle est qu'il s'intéresse surtout aux particuliers. Ce type de biais touche moins les investisseurs institutionnels. Or ce sont eux qui sont les plus présents sur les marchés et qui influencent le plus les marchés.

Cette préférence des investisseurs pour le dividende trouve cependant un soutien empirique fort dans l'ensemble de la littérature.

[43] Pour plus de détails sur la « Prospect Theory », voir l'article de Shefrin et Statman (1984)

L'exemple de Citizen Utilities mis en avant par Long (1978) met clairement en avant une préférence des investisseurs pour les dividendes.
De plus, la préférence pour les dividendes devrait être davantage marquée chez les individus souhaitant disposer de revenus réguliers, comme c'est le cas par exemple chez les retraités aux Etats-Unis. Or Graham et Kumar (2006) confortent ce point en montrant que plus une personne est âgée, plus elle investira dans des entreprises qui versent des dividendes.

Le modèle de Baker et Wurgler (2004b)

Ce modèle appartient au champ de la finance comportementale. Il fait l'hypothèse que le comportement des investisseurs peut être influencé par le sentiment et que l'arbitrage est limité. Dans ce modèle, la décision de payer des dividendes dépend de la demande des investisseurs pour les dividendes.

Ce modèle est basé sur trois éléments :
Tout d'abord, les investisseurs ont une demande non uniforme et variant dans le temps pour les titres qui payent des dividendes. Ils ont tendance à catégoriser les entreprises selon qu'elles distribuent des dividendes ou non. Certains investisseurs vont préférer les entreprises distribuant, d'autres les entreprises ne distribuant pas.
Les auteurs détaillent peu les raisons qui entraînent cette préférence variable. Elle peut être expliquée selon les investisseurs par différents facteurs : la présence de taxes ou de coûts de transaction, la croyance que les entreprises qui distribuent sont moins risquées ou que ces entreprises ont moins d'opportunités de croissance ou enfin par des biais de comportement tels que mis en avant par Shefrin et Statman (1984).

Dans un second temps, les auteurs relâchent l'hypothèse d'efficience des marchés. L'arbitrage est supposé limité. Il n'arrive pas à empêcher que les transactions des investisseurs éloignent la valeur des entreprises qui distribuent de celles qui ne distribuent pas. Selon les époques, une prime sur la valeur de l'action rétribue les comportements de distribution ou de non distribution des entreprises.

Enfin, les managers nourrissent (« *cater* ») la demande des investisseurs. Ils payent des dividendes s'il y a une prime à payer des dividendes et ne payent pas de dividendes s'il y a une prime à ne pas payer de dividendes. Ce comportement des managers est une réponse rationnelle à la demande des investisseurs et permet de capturer la prime offerte aux entreprises qui alignent leur comportement sur les préférences des investisseurs.

Les auteurs mesurent cette prime par quatre mesures dont la prime au dividende, c'est-à-dire la différence entre les logs des ratios moyens de la valeur comptable sur la valeur de marché des entreprises distribuant par rapport à celles ne distribuant pas.

Les auteurs testent leur théorie et expliquent ainsi les variations de la propension à distribuer des dividendes telles que documentées par Fama et French (2001). Ils expliquent la décision binaire prise par l'entreprise de distribuer ou pas, mais n'expliquent pas le niveau du dividende payé. Selon les auteurs, ce dernier est expliqué par les niveaux de profitabilité des entreprises. Ce modèle explique aussi que le dividende influence fortement le cours du titre dans des directions différentes selon les périodes.

Les études empiriques de Baker et Wurgler (2004a), Li et Lie (2006) et Ferris et al. (2006) confortent aussi la « catering theory ».

Approche de la finance comportementale par le comportement des dirigeants

Les modèles présentés ci-dessus s'intéressent aux biais des investisseurs et à leurs conséquences sur la distribution, mais les politiques de distribution peuvent être aussi influencées par les biais de ceux qui les décident : les managers. Hambrick et Mason (1984) modélisent la façon dont le comportement des dirigeants influence les choix stratégiques. De Bondt et Thaler (1994) et Baker, Ruback et Wurgler (2004) insistent à leur tour sur la possibilité d'une telle influence dans le cas des politiques de distribution. La seule évidence empirique dont nous avons connaissance est celle de Bertrand et Schoar (2003) qui montrent que l'éducation du président a une influence sur la politique de distribution : s'il est diplômé d'un MBA, il y a plus de chance qu'il ne paye pas de dividende.

Conclusion : Les apports de la finance comportementale pour expliquer les politiques de distribution sont particulièrement contestés. Miller (1986) doute du fait que les comportements des acteurs soient suffisamment éloignés de la rationalité parfaite pour expliquer les politiques de dividendes. Au contraire, Statman (1999) pense qu'une reconstruction du modèle général intégrant des variables comportementales est nécessaire. L'exposé des modèles ci-dessous et de leurs résultats conforte cette idée, mais le nombre d'études est encore faible.

La finance comportementale a un fort potentiel explicatif des politiques de distribution, cependant un développement de théories générales du comportement des managers et des investisseurs est nécessaire avant de focaliser sur ce puzzle. Le cadre théorique

comportemental est encore trop peu développé pour contribuer efficacement à la résolution de ce puzzle et pour déterminer les bonnes voies de recherche.

Synthèse de la Section 2 :

La Section 2 a présenté la problématique de recherche sur les politiques de distribution. Miller et Modigliani (1961) démontrent la neutralité de ces politiques dans le cadre de marchés parfaits et efficients. Cette neutralité est remise en cause par les observations empiriques.

Cette divergence appelée énigme des dividendes a donné lieu à un foisonnement de théories explicatives telles que l'effet de clientèle, la théorie du signal ou la finance comportementale. Nous avons présenté chacune de ces théories et leur soutien empirique. Le pouvoir explicatif de ces approches est systématiquement ambigu et ne permet pas de conclure, de façon certaine, à leur validité.

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 - VERS LE CHOIX DU CADRE THEORIQUE DE L'AGENCE

Ce chapitre a présenté dans une première Section les deux instruments de distribution de liquidités aux actionnaires, le dividende et le rachat. En particulier, nous avons exposé les motivations théoriques qui justifient l'utilisation du rachat. Nous avons montré qu'il est principalement utilisé pour distribuer des liquidités, contrer l'effet de dilution lié aux stock-options et réévaluer le cours. Nous avons souligné que la distribution de liquidités n'est qu'une motivation à l'utilisation du rachat parmi d'autres. L'existence de deux outils de distribution a ensuite nécessité d'éclairer leur relation réciproque. L'évidence théorique et empirique nous a poussé à conclure à une complémentarité entre les deux instruments.

La Section 2 a permis de situer l'avancement dans la résolution de l'énigme scientifique sur les comportements de distribution des entreprises. Elle a souligné l'incapacité à trouver une explication convaincante unifiée après 50 ans de recherche, mais a aussi souligné les avancées faites depuis Miller et Modigliani (1961). Plusieurs imperfections de marché ont été étudiées et modélisées. Les résultats empiriques n'infirment aucune de ces théories, mais ils sont ambigus et ne permettent jamais de les valider.
Une explication à cette ambiguïté empirique peut provenir du fait que ces théories ne sont que les parties d'un modèle plus général. Nous pensons que le modèle explicatif des dividendes est un modèle complexe intégrant les différents champs de la recherche sur les politiques de distribution : taxes, signal, finance comportementale et agence. Ces théories ne sont pas concurrentes, mais complémentaires. Pour comprendre parfaitement le comportement de distribution des entreprises, il faudrait développer une méta-théorie, c'est-à-dire un modèle intégrant toutes ces théories. Mais la détermination d'un tel modèle ne sera possible que si chacun des blocs a été parfaitement exploré. L'influence des taxes et de l'asymétrie d'information est étudiée et modélisée depuis longtemps. Au contraire, l'influence de la divergence des intérêts entre managers et actionnaires et surtout l'effet des biais comportementaux sont des champs plus récents, nécessitant encore des recherches.

Nous avons choisi comme cadre d'étude la théorie de l'agence car il a déjà montré son pouvoir d'explication des politiques de distribution, mais il nécessite encore des développements. Pour l'instant, la politique de distribution est vue comme un mécanisme permettant de limiter les

fonds à la discrétion des managers et d'augmenter le contrôle des marchés sur l'entreprise. Mais qu'en est-il de son interaction avec les autres mécanismes de gouvernance qui se sont développés depuis les années 1990 ? Quelle est l'influence de la forme de l'actionnariat ? L'étude théorique des politiques de distribution se situe pour l'instant quasiment exclusivement dans le cadre d'un modèle anglo-saxon d'actionnariat dilué et les seuls mécanismes de gouvernance étudiés sont les stock-options et l'actionnariat interne.

Le potentiel explicatif de la théorie de l'agence nous semble pouvoir être accru par l'étude de l'interaction des relations d'agence, de la gouvernance et de la structure d'actionnariat sur les politiques de distribution. Des études existent déjà, mais nécessitent d'être développées et complétées.

C'est dans ce cadre que nous nous situons afin d'aller plus avant dans la recherche sur le comportement des entreprises en matière de distribution.

Ainsi, la suite de cette revue de littérature se présente comme suit : le Chapitre 2 décrit le cadre de la théorie de l'agence et de la gouvernance. Le Chapitre 3 présente l'intérêt de ce cadre théorique pour l'étude des politiques de distribution.

CHAPITRE 2 – CONFLITS D'AGENCE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

La théorie de l'Agence, en modélisant la rationalité des dirigeants et les conflits d'intérêts qui en découlent, offre un cadre intéressant pour comprendre les politiques financières au sein des organisations. En particulier, elle permet de justifier théoriquement l'utilité des politiques de distribution aux actionnaires : la distribution diminue les liquidités à disposition des managers et affaiblit donc le risque d'expropriation des actionnaires. La distribution constitue ainsi un mécanisme de gouvernance dans le cadre des conflits entre actionnaires et dirigeants.

Comme nous le verrons dans le Chapitre 3, si ces modélisations justifient l'existence de distribution, elles ne permettent pas pour autant d'expliquer la forme de ces politiques. Pour améliorer ces modélisations théoriques**, il est intéressant d'étudier comment les politiques de distribution s'insèrent dans le système de gouvernance global d'une entreprise. Cela nécessite d'identifier les différents conflits qui existent au sein de l'entreprise et de comprendre les mécanismes qui sont mis en œuvre pour diminuer ces conflits et la façon dont ces mécanismes interagissent.**

Ce chapitre a donc plusieurs objectifs :
- déterminer et présenter les conflits d'agence qui, au sein de l'entreprise, peuvent influencer les politiques de distribution (Section 1) ;
- étudier les mécanismes de gouvernance qui permettent de modérer ces conflits (Section 2 – (1.) et (2.)), exception faite des politiques de distribution qui seront étudiées dans le Chapitre 3;
- analyser la façon dont ces mécanismes de gouvernance interagissent (Section 2 – 3).

Dans ce chapitre, nous posons ainsi les bases de travail nécessaires à l'étude des politiques de distribution comme mécanismes de régulation des conflits au sein d'un système de gouvernance.

SECTION 1. CONFLITS D'AGENCE DANS LE CADRE DE L'ETUDE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Cette section s'intéresse aux conflits d'agence pouvant influencer les politiques de distribution.
Tout d'abord, nous rappelons les grandes lignes de la théorie de l'agence, ainsi que les hypothèses d'enracinement du dirigeant (1.). Nous identifions et présentons ensuite les conflits d'agence qui peuvent influencer les politiques de distribution. Deux conflits majeurs sont retenus pour notre étude : le conflit dirigeants / actionnaires et le conflit actionnaires majoritaires/ minoritaires (2.). Enfin, nous analysons l'apparition de ces deux conflits selon les types d'organisations (3.1.) et étudions leur importance selon les pays (3.2).

1. THEORIE DE L'AGENCE ET ENRACINEMENT DU DIRIGEANT

Ce paragraphe présente successivement la théorie de l'agence et de l'enracinement du dirigeant.

1.1. PRESENTATION DE LA THEORIE DE L'AGENCE

La théorie de l'agence définit la firme comme un nœud de contrat entre différentes parties prenantes (les apporteurs de capitaux, les salariés, les clients…) (Jensen et Meckling (1976), Fama (1980)). Elle permet de caractériser les relations découlant de tout contrat, mais se focalise, dans le domaine financier, sur les relations entre managers et actionnaires.
La relation d'agence modélise la délégation de décision du principal (le propriétaire) vers l'agent (le dirigeant). Une relation d'agence donne lieu à un conflit d'agence s'il y a divergence d'intérêts et asymétrie d'information entre les acteurs et s'il est impossible d'établir un contrat parfait (Charreaux (1999)).
La présence d'asymétrie d'information, l'impossibilité d'avoir des contrats complets et le possible opportunisme des agents fait naître des problèmes de sélection adverse et de risque moral qui entraînent des coûts d'agence. Ces derniers représentent les coûts (internes) nécessaires pour maintenir les contrats dans l'organisation. Jensen et Meckling (1976) définissent trois catégories de **coûts d'agence** : les coûts de surveillance pour les actionnaires, les coûts d'obligation pour les managers et la perte résiduelle.

Le but de l'agent et du principal est d'arriver à un consensus qui soit le moins coûteux possible (Fama (1980)). La théorie normative de l'agence tente d'identifier les moyens de structurer les relations contractuelles afin d'optimiser le consensus auquel aboutissent les parties prenantes

(Jensen et Meckling (1976)). Les politiques financières peuvent être un moyen de résoudre ces conflits (Charreaux (1997c)). La théorie de l'agence offre ainsi un cadre riche pour étudier les politiques de distribution.

1.2. ENRACINEMENT DU DIRIGEANT

Dans la théorie de l'agence, l'agent maximise son utilité en fonction de contraintes données. La théorie de l'enracinement est un ensemble d'hypothèses qui, dans le prolongement de la théorie de l'agence, modélise un comportement actif de l'agent. Ce dernier peut alors faire évoluer les contraintes qui s'imposent à lui pour maximiser son utilité.
Selon Charreaux (1999, page 74), « la stratégie d'enracinement consiste pour un agent en l'ensemble des actions qu'il peut entreprendre pour conserver son poste, ces actions ayant pour objectif d'accroître le coût de son remplacement pour le principal (ou les principaux)».

Le principe d'enracinement peut s'appliquer à toutes parties prenantes de l'entreprise. Cependant, c'est l'enracinement du dirigeant qui est principalement étudié dans la littérature. Elle met en avant plusieurs moyens pour le dirigeant de s'enraciner :
- le développement d'investissements spécifiques au manager (Shleifer et Vishny (1989)) ;
- l'augmentation de l'asymétrie d'information (Stiglitz et Edlin (1992)) ;
- et le développement de compétences managériales (Castanias et Helfat (1991, (1992)).

En s'enracinant, le dirigeant renforce son pouvoir de négociation. Il peut obtenir une meilleure rémunération et son risque de révocation est affaibli. Il a alors une plus grande latitude pour gérer l'entreprise et plus d'opportunités de dégager des bénéfices privés. L'enracinement du dirigeant entraîne ainsi un coût supplémentaire pour les actionnaires et diminue l'efficacité des mécanismes de contrôle du dirigeant.

2. IDENTIFICATION ET PRESENTATION DES CONFLITS D'AGENCE INFLUENÇANT LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Ce paragraphe fait le point sur les divergences d'intérêts entre les parties prenantes de l'entreprise. L'objectif est d'identifier les conflits impliquant le dirigeant ou les actionnaires et qui jouent un rôle dans la détermination des politiques de distribution de liquidités.

Nous étudions donc les sources du conflit entre dirigeants et actionnaires (2.1.), entre actionnaires minoritaires et actionnaires majoritaires (2.2.), entre actionnaires et créanciers (2.3.1.) et entre actionnaires et salariés, puissance publique et tiers commerçants (2.3.2). [44]

L'importance de chaque conflit pour l'étude des politiques de distribution est discutée. Deux conflits sont retenus pour notre étude : le conflit entre dirigeants et actionnaires et celui entre actionnaires minoritaires et actionnaires majoritaires.

Tableau 4 – Présentation des conflits d'agence entre actionnaires, dirigeants et autres parties prenantes

Type de conflit	Sources du conflit	Influence supposée sur la politique de distribution	Conflit retenu pour la suite de l'étude	Paragraphe où le conflit est présenté
Conflit actionnaires / dirigeants	Objectifs contradictoires Structure de patrimoine et horizon temporel différents	**Forte** ⇨	**Oui**	(2.1.)
Conflit actionnaires majoritaires / minoritaires	Risque d'extraction de bénéfices privés par le majoritaire	**Forte** ⇨	**Oui**	(2.2.)
Conflit actionnaires / créanciers	Utilisation des capitaux de l'entreprise et choix des investissements	*Faible* ⇨	**Non**	(2.3.1.)
Conflit actionnaires / salariés	Salaires et niveau d'effort demandé aux salariés	**Forte**	**Non** car faiblesse des modélisations existantes	(2.3.2.)
Conflit actionnaires / clients et fournisseurs	Prix des transactions	*Faible* ⇨	**Non**	(2.3.2)
Conflit actionnaires / puissance publique	Fiscalité	*Faible* ⇨	**Non**	(2.3.2)

[44] Charreaux (1999) précise qu'une relation d'agence ne donne lieu à conflit que s'il y a une divergence d'intérêt entre acteurs, une asymétrie d'information entre eux et une impossibilité d'établir des contrats parfaits. Ici, nous focalisons principalement sur les divergences d'intérêt. En effet, les relations entre les parties prenantes de l'entreprise sont très souvent caractérisées par une asymétrie d'information et pas des contrats imparfaits.

2.1. CONFLIT ENTRE ACTIONNAIRES ET DIRIGEANTS

Sources des divergences

On distingue trois motifs expliquant les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires (Charreaux (1997a)):

- *Actionnaires et dirigeants ont des objectifs contradictoires*

L'actionnaire cherche à maximiser son profit et donc la valeur de l'entreprise. Le dirigeant au contraire cherche à maximiser sa propre utilité. Il tente de maximiser ses prélèvements (salaires, avantages en nature …) et cherche à faire tendre la stratégie de l'entreprise dans un sens qui lui convient (opération de prestige…).

- *Actionnaires et dirigeants ont des structures de patrimoine différentes*

Les actionnaires ont souvent un portefeuille diversifié, au contraire des dirigeants qui engagent leur capital humain dans une seule entreprise. Or, les possibilités de diversification du capital humain sont faibles. Ainsi, la perception des risques diffère entre les deux acteurs et le dirigeant va choisir une stratégie moins risquée que celle que souhaiteraient les actionnaires.

- *Actionnaires et dirigeants n'ont pas le même horizon temporel*

L'horizon de décision du dirigeant est conditionné à sa présence au sein de l'entreprise. Au contraire, les actionnaires ont un horizon non limité puisque la valorisation de leurs actions se fait sur un horizon infini. Le dirigeant va donc privilégier les stratégies qui rapportent sur le court terme quitte à limiter les opportunités de gain à long terme, contrairement à ce que souhaitent les actionnaires.

L'importance de cette divergence d'horizon doit être tempérée. Si le dirigeant cherche à s'enraciner, son horizon de décision va s'allonger. De même, la tendance récente des marchés montre que la durée d'investissement des actionnaires diminue et qu'ils exercent de plus en plus de pression sur le management pour obtenir des résultats rapides.

Exemples de comportements divergents

Les divergences dans la fonction de richesse, dans l'appréciation du risque et dans l'horizon temporel résultent en un comportement du dirigeant non conforme aux attentes des actionnaires. Tirole (2006) recense quatre types de comportement managérial qui augmentent l'utilité du dirigeant, mais qui sont contraires aux intérêts des actionnaires :

Effort insuffisant

Afin de maximiser son utilité, le manager privilégie les activités qui lui plaisent. Il n'a pas d'incitation à fournir un effort sur certaines tâches déplaisantes. Par exemple, Tirole (2006) note

que le dirigeant peut trouver désagréable de devoir couper les coûts de la firme, mettre en œuvre des plans sociaux ou surveiller ses subordonnés. Il préfère certainement passer du temps à des activités plus plaisantes comme par exemple participer à des conseils d'administration ou à des réunions de prestige.

Choix d'investissements non optimaux

La stratégie d'investissement qui maximise l'utilité du dirigeant a de fortes chances de ne pas être optimale pour les actionnaires. Jensen (1986) note que les managers sont incités à augmenter la taille de la firme au-delà du niveau optimal pour les actionnaires. Cette stratégie renforce leur pouvoir en augmentant les ressources sous leur contrôle. Elle leur permet aussi d'être mieux rémunérés si leur salaire est lié à la taille de l'entreprise. Amihud et Lev (1981) montrent que les managers ont aussi intérêt à diversifier à outrance les activités de l'entreprise. Cela réduit le risque lié à la non diversification de leur capital humain. Enfin, la diversification des activités peut permettre au dirigeant de s'enraciner (Shleifer et Vishny (1989)) ce qui encore une fois peut être contraire aux intérêts des actionnaires.

Stratégies d'enracinement

Les dirigeants ont intérêt à mettre en œuvre des actions qui les aident à garder ou à sécuriser leur position. Par exemple, ils peuvent choisir d'investir dans des activités où leurs compétences seront indispensables (Shleifer et Vishny (1989)) ou dans des activités complexes où l'asymétrie d'information leur permettra de mentir sur leur performance (Stiglitz et Edlin (1992)). Ils ne prennent plus de risque lorsque leurs résultats semblent satisfaire le conseil ou au contraire prennent des risques exagérés pour se sauver d'une mauvaise performance (Tirole (2006)). De plus, le dirigeant qui souhaite s'enraciner cherche à éloigner tout risque d'OPA afin de ne pas mettre en danger sa position. Il repousse ainsi des opérations favorables aux actionnaires en utilisant par exemple des protections anti-OPA (Tirole (2006)).

Actions à but privé

L'intérêt du manager le pousse à maximiser les avantages qu'il obtient de l'entreprise. En détournant des bénéfices à son profit, il diminue d'autant le profit résiduel de l'actionnaire. Le manager a de multiples possibilités pour dégager des avantages. Tirole (2006) rappelle que cela peut aller d'actions bénignes à des actions illégales. L'étude de Yermack (2005) illustre bien ce point. Elle montre que le cours des actions baisse de 2% à l'annonce du fait que le CEO utilise un jet privé. La chute est encore plus forte (4%) si le dirigeant utilise ce jet à but personnel.

Tirole (2006) remarque que c'est principalement sur ces actions à but privé que la presse et la justice se focalisent. Pourtant elles entraînent certainement des pertes plus faibles pour l'actionnaire que les stratégies d'enracinement ou les investissements sous optimaux.

⇒ Après avoir listé les divergences d'intérêt entre actionnaires et dirigeants, précisons l'effet de la politique de distribution sur ce conflit.

La distribution en diminuant les ressources à la disposition du manager permet de le rationner et de l'empêcher d'avoir des comportements divergents. En restreignant l'autofinancement, elle l'oblige aussi à se confronter régulièrement au contrôle des marchés. C'est donc un moyen pour l'actionnaire de discipliner le dirigeant.

2.2. CONFLIT ENTRE ACTIONNAIRES DOMINANTS ET ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Le second type de conflit d'agence auquel nous nous intéressons est celui qui oppose les actionnaires minoritaires à la coalition de contrôle.

L'existence d'une telle coalition résulte de la présence d'un actionnaire majoritaire[45] ou dominant ou d'une coalition de plusieurs actionnaires importants. L'actionnaire dominant peut être lui-même le dirigeant ou il peut avoir délégué cette fonction à un agent. Dans ce dernier cas, deux types de conflit peuvent émerger : un conflit entre l'actionnaire majoritaire et les minoritaires et un conflit entre l'actionnaire majoritaire et le dirigeant. Le conflit entre les actionnaires et le dirigeant est théoriquement moins important dans les entreprises contrôlées que dans les entreprises managériales car la surveillance de l'actionnaire sur le dirigeant y est plus forte.

Nous nous intéressons dans ce paragraphe au conflit entre les actionnaires dominants et les actionnaires minoritaires. Deux points seront abordés. Tout d'abord, nous essayerons de définir qui sont les actionnaires dominants ou le groupe de contrôle et qui sont les actionnaires minoritaires, puis nous présenterons les sources des divergences entre ces acteurs.

[45] Par majoritaire, nous entendons une majorité relative. L'actionnaire principal peut ne pas avoir le contrôle absolu de l'entreprise et être considéré comme majoritaire si, étant donné la dispersion du capital des autres actionnaires, personne ne peut s'opposer à ses actions. Nous utiliserons le terme d'actionnaire dominant, de contrôle ou majoritaire de façon interchangeable.

Détermination des différentes catégories d'actionnaires : groupe de contrôle, actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires.

Jensen et Meckling (1976) différencient deux types d'actionnaires :
- *les actionnaires internes* qui participent activement à la gestion de l'entreprise. Jensen et Meckling assimilent cette catégorie aux managers - actionnaires.
Il nous semble pertinent d'élargir cette définition et d'y intégrer les *actionnaires majoritaires* qu'ils soient dirigeants ou pas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et al. (2000b)). Leur pouvoir d'influence est fort au sein des assemblées générales. Ils n'ont pas besoin de mobiliser d'autres actionnaires pour faire voter certaines résolutions ou contester la gestion des dirigeants. Si l'actionnaire majoritaire contrôle le conseil d'administration, il a accès à l'information interne et peut orienter les décisions prises au sein de l'entreprise. Il est donc impliqué dans la gestion de l'entreprise soit en étant lui-même dirigeant, soit en contrôlant le dirigeant.
- *les actionnaires extérieurs* qui sont les actionnaires passifs et qui n'interviennent nullement dans la politique de la firme.
La catégorie des actionnaires extérieurs peut être assimilée à celle des *actionnaires minoritaires*. Ces derniers ne possèdent pas assez de capital ou de droits de vote pour pouvoir influencer les décisions et ne sont pas motivés pour s'engager dans un contrôle coûteux des dirigeants. Ils délèguent cette fonction de contrôle au conseil d'administration.

Selon Le Maux (2003), le *groupe de contrôle* d'une firme est ainsi composé de deux types d'agents économiques :
- les dirigeants dont la position stratégique leur permet de contrôler en partie l'information et d'en restreindre sa disponibilité pour les autres agents ;
- les actionnaires importants qui ont accès à davantage d'informations que les autres actionnaires.

Maintenant que nous avons catégorisé les types d'actionnaires au sein d'une société contrôlée (d'un côté, les actionnaires dominants et le groupe de contrôle, de l'autre les actionnaires minoritaires), étudions les sources de divergence entre ces acteurs.

Sources de divergence entre actionnaires de contrôle et minoritaires

Les divergences d'intérêt entre actionnaires dominants et minoritaires découlent de la possibilité pour l'actionnaire principal d'orienter la gestion de l'entreprise dans un sens qui lui convient personnellement et qui est contraire aux intérêts des minoritaires. Le Maux (2003) rappelle que

« le groupe d'individus qui exerce un contrôle sur la société possède le pouvoir de disposer des flux de richesses créés dans son unique intérêt, au détriment des autres actionnaires». Ces transferts sont appelés « bénéfices privés ».

Notion de bénéfices privés

La notion de bénéfices privés est issue des travaux de Grossman et Hart (1988) et de Harris et Raviv (1988) qui montrent qu'une partie des actionnaires peut obtenir une part plus importante des cash-flows générés que celle qui devrait lui être attribuée sur la base de sa seule participation au capital. Nussenbaum (1997) rappelle que la notion de bénéfices privés s'oppose aux bénéfices publics dont profitent l'ensemble des actionnaires.

Le Maux (2003) note qu'il est difficile de trouver une définition consensuelle des bénéfices privés[46]. Il montre que toutes les définitions s'accordent sur l'idée « qu'il s'agit d'une expropriation des actionnaires extérieurs à la coalition de contrôle du processus de redistribution de la valeur créée par la société » (Le Maux (2004)). L'auteur rappelle que les bénéfices privés ne sont pas systématiquement pécuniaires comme par exemple la recherche de prestige menée par l'actionnaire de contrôle.

L'extraction de bénéfices privés est favorisée par les divergences au principe « une action, un droit de vote » (Grossman et Hart (1988)) ou par la mise en place de structure d'actionnariat verticale ou pyramidale. Ces structures entraînent une déconnexion entre détention actionnariale et contrôle et diminue donc la sensibilité des actionnaires aux pertes (Bebchuk (1999), Attig, Fischer et Gadhoum (2002)).

Afin d'extraire des bénéfices privés, la coalition de contrôle a intérêt à favoriser l'asymétrie d'information entre actionnaires internes et externes. Pour cela, l'actionnaire majoritaire peut opérer une politique de gestion des résultats, c'est-à-dire qu'il peut manipuler les informations comptables afin de modifier les signaux envoyés au marché et ainsi maximiser ses gains. Il peut aussi diversifier l'activité de l'organisation. La multiplication des activités au sein d'un même groupe entraîne une relative opacité pour les actionnaires extérieurs. Lins (2000) et Lins et Servaes (2000) montrent que la faible transparence des firmes diversifiées, surtout dans les pays émergents, entraîne un niveau d'asymétrie d'information plus important.

[46] L'auteur note que la littérature a tendance à utiliser indifféremment les termes de bénéfices privés ou de bénéfices de contrôle.

Quelle est l'importance des bénéfices privés ?

La mise en avant théorique des bénéfices privés nécessite d'être appuyée par des résultats empiriques. De nombreuses études se sont intéressées à cette problématique. La difficulté majeure de ces recherches tient à la mesure des bénéfices privés. Par nature, ces bénéfices sont secrets, les données les concernant sont donc rares. Plusieurs méthodes ont été développées pour tenter de les mesurer indirectement. Une première méthode développée par Barclay et Holderness (1989) étudie les cessions de blocs de contrôle[47]. Une seconde méthode consiste à valoriser le droit de vote[48]. Enfin, Le Maux (2004) utilise les conventions réglementées pour mesurer les bénéfices privés[49].

Les études empiriques soutiennent l'existence de bénéfices privés liés au contrôle de l'entreprise.
Au niveau international, Dyck et Zingales (2004) montrent que le contrôle d'une entreprise est valorisé à 14% de sa capitalisation. Ils montrent que la valorisation du contrôle est d'autant plus forte que la protection des investisseurs minoritaires est faible. Ces résultats sont confirmés par Nenova (2003).
Aux Etats-Unis, Barclay et Holderness (1989) et Zingales (1995) confortent l'existence de bénéfices privés liés au contrôle de l'entreprise. Holderness et Sheehan (1988) confortent eux aussi ces résultats en montrant que la rémunération du dirigeant est supérieure lorsqu'il est aussi actionnaire dominant de l'entreprise.
En Asie de l'Est, Claessens, Djankov, Fan et al. (1999) soutiennent l'existence de bénéfices privés en étudiant les valorisations boursières des entreprises où le contrôle est concentré grâce à des structures pyramidales.
Enfin, en France, Le Maux (2004) souligne l'existence de bénéfices privés significatifs lorsqu'une coalition dispose de la majorité du capital de la société (plus de 40%).

[47] En comparant le prix d'une action issue de ce bloc à une action ordinaire, on peut estimer le surplus de valeur accordé aux actions qui permettent d'accéder au contrôle et donc aux bénéfices privés.

[48] Cela est possible dans les entreprises où il existe différents types d'actions, avec ou sans droit de vote. La valeur du droit de vote permet d'apprécier ce que recevra l'actionnaire en cas de prise de contrôle et donc l'ampleur des bénéfices privés. En effet, le prix de l'OPA va dépendre de l'ampleur des bénéfices privés, puisque l'acheteur potentiel valorisera l'entreprise selon les bénéfices qu'il pourra en tirer.

[49] Ces conventions conclues entre la société et l'un de ses actionnaires sont un moyen d'extraire des bénéfices privés et peuvent donc donner une idée de l'ampleur de ces bénéfices selon les entreprises.

Dans ce paragraphe, nous avons précisé les sources potentielles de conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Le fait que les actionnaires de contrôle puissent extraire des bénéfices privés rend les intérêts des minoritaires et des majoritaires divergents.

⇒ Discutons maintenant des liens entre les politiques de distribution et ce conflit d'agence.
D'un côté, les distributions de liquidités diminuent les ressources à disposition de la coalition de contrôle et limitent donc le risque d'extraction des bénéfices privés. Elles peuvent donc être utilisées par les minoritaires pour atténuer le conflit.
De l'autre côté, les politiques de rachat, comme nous l'avons vu dans le Chapitre 1, peuvent renforcer une coalition de contrôle. Le rachat permet également aux actionnaires informés de profiter de l'asymétrie d'information aux dépens des actionnaires minoritaires. La distribution peut donc être utilisée par les actionnaires majoritaires pour renforcer leur contrôle.
Les conflits d'agence entre actionnaires ont donc une influence sur les politiques de dividende et de rachat. Reste à déterminer le sens de cette influence.

2.3. CONFLIT ENTRE ACTIONNAIRES, DIRIGEANTS ET AUTRES PARTIES PRENANTES

Nous venons de voir les sources de conflit entre actionnaires et dirigeants et entre actionnaires minoritaires et majoritaires. Intéressons-nous à présent aux conflits entre les actionnaires, et les créanciers (2.3.1.), ou les autres parties prenantes (2.3.2.).
L'entreprise est un nœud de contrats. Selon Gomez (1996, page 110), ces contrats concernent six types d'agents : les salariés, les dirigeants, les propriétaires, les prêteurs, les clients et les fournisseurs, et la puissance publique. « Leur point commun est d'être intéressé à divers titres à la survie de l'organisation ». Cependant leurs divergences d'intérêt sont nombreuses et sources de différents conflits d'agence.

2.3.1. Conflit entre créanciers et actionnaires

Le conflit entre actionnaires et créanciers a fait l'objet de beaucoup de recherches en Finance. Face aux créanciers, l'hypothèse est souvent faite que les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont communs. Quatre sources de conflits entre actionnaires et créanciers ont été identifiées que nous présentons succinctement et successivement.
La substitution d'actif
Jensen et Meckling (1976) mettent en avant le risque de substitution d'actif pour les créanciers. Si le dirigeant peut tout d'abord négocier le montant de la dette puis choisir le type d'investissement, les auteurs montrent qu'il aura intérêt à choisir un investissement plus risqué

que celui présenté aux créanciers. Il pourra alors transférer de la richesse des créanciers vers les actionnaires[50].

Le risque de sous investissement

Myers (1977) modélise le risque de sous investissement lié à l'endettement. Il montre que l'endettement diminue la valeur de la firme car il tend à réduire les incitations des dirigeants à entreprendre des investissements. Les managers d'entreprises endettées vont laisser passer des opportunités d'investissements rentables si les gains liés à la réalisation de ces projets reviennent aux obligataires.

Le risque de dilution des créances

Lorsqu'un emprunt obligataire a été négocié sous l'hypothèse que tout nouvel emprunt lui sera subordonné, toute nouvelle émission de dettes de même rang voire prioritaire à celui-ci générera une perte potentielle pour les créanciers (Smith et Warner (1979)).

La politique de dividende

Myers (1977) évoque la concurrence éventuelle entre la réalisation d'investissement et la politique de dividende dans les firmes à la trésorerie excédentaire. La réalisation d'investissement sans émission de fonds implique alors une limitation des dividendes. Au contraire, si les actionnaires privilégient la distribution, l'investissement n'aura pas lieu. La baisse d'activité peut entraîner une augmentation du risque de non remboursement pour les créanciers. Si le paiement de dividendes n'est pas anticipé par les créanciers, il y a transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires car les taux d'intérêt ont été négociés sur la base d'un risque moindre.

⇒ Etant donné notre intérêt pour les politiques de distribution, il est intéressant de présenter les conclusions de Calvi-Reveyron (1998) à propos de ce conflit. Elle montre à travers une revue de littérature empirique que l'hypothèse d'un transfert de richesse entre actionnaires et créanciers, du fait de la politique de dividende, n'est pas validée. Elle explique cela par la mise en place de dispositions contractuelles ou législatives qui réglementent les versements de dividende pouvant fragiliser la firme et qui limitent donc

[50] Jacquillat et Levasseur (1984) rappellent qu'il n'y a transfert de richesse que si les créanciers ne formulent pas d'anticipations rationnelles. Dans le cas contraire, ils anticiperont la mise en œuvre du projet risqué et demanderont une rémunération en conséquence, ce qui empêche le transfert de richesse.

l'ampleur du conflit. De même, l'étude qu'elle mène sur les entreprises françaises conclut que les variables de conflit entre actionnaires et dirigeants n'influencent pas la politique de distribution. Ces conclusions sont confirmées par Albouy et Dumontier (1992). C'est pourquoi dans le cadre de cette thèse, nous ne nous intéressons plus au conflit entre actionnaires et créanciers qui semble peu explicatif des politiques de distribution.

2.3.2. Conflits entre parties prenantes et actionnaires

Ce paragraphe s'intéresse aux conflits qui existent entre les différentes parties prenantes de l'entreprise et ses actionnaires ou dirigeants. Nous nous focalisons ici sur les parties prenantes que nous n'avons pas encore étudiées, c'est-à-dire les salariés, les clients et fournisseurs et la puissance publique. Face à ces parties prenantes, nous faisons l'hypothèse que les intérêts des actionnaires et des dirigeants sont communs.

Les salariés

Gomez (1996) rappelle que les salariés ont échangé leur droit de propriété sur leur travail contre un salaire. Leur intérêt consiste à minimiser l'effort consenti et à maximiser la rémunération de cet effort, tout en maintenant la relation contractuelle. Cela devient une source de conflit car l'employeur est dans l'impossibilité de le surveiller parfaitement et d'évaluer précisément son travail. Les actionnaires ont, quant à eux, intérêt à minimiser les salaires et à augmenter le risque financier de l'entreprise afin d'améliorer la rentabilité financière des fonds propres.

⇒ La politique de distribution est une source de conflit entre actionnaires et salariés. Elle peut être vue par ces derniers comme une diminution des ressources de l'entreprise, ce qui amoindrie leur possibilité d'extraire des salaires plus élevés. De plus, si la distribution est faite à la place d'investissements productifs, elle peut mettre en danger leur emploi.

De plus en plus, la politique de distribution aux actionnaires est ainsi ressentie comme une menace vis-à-vis des salariés. Un exemple peut illustrer cette préoccupation. En octobre 2006, suite à la constatation de l'augmentation des distributions aux actionnaires sur l'année 2005, Enjeux Les Echos[51] titrait : « Ont-ils sacrifié les salariés au profit des actionnaires? »[52].

Le conflit entre actionnaires et salariés semble donc avoir une influence sur les politiques de distribution, mais nous ne nous y intéresserons pas dans cette thèse. En effet, les

[51] Voir l'article d'Enjeux Les Echos, 01 octobre 2006 « Ont ils sacrifié les salariés au profit des actionnaires? ».

[52] Notre étude qualitative donne aussi un exemple de cette préoccupation. Dans l'une des entreprises de notre échantillon qui fait beaucoup de rachat, les actionnaires salariés s'opposent de plus en plus fortement aux résolutions autorisant les programmes de rachat. Ils perçoivent le rachat comme une menace pour les salariés.

modélisations des relations entre salariés, dirigeants et actionnaires ne sont pas encore assez approfondies pour pouvoir les intégrer aux modèles explicatifs des politiques de distribution. Cela pourra néanmoins être investigué ultérieurement.

Les clients et fournisseurs

Gomez (1996) fait remarquer que les clients et les fournisseurs ne sont concernés par la survie de l'entreprise et sa bonne gestion que dans la mesure où ils entretiennent des relations de long terme avec elle. Leur intérêt réside dans la poursuite de l'activité de l'entreprise. Les sources de conflit entre actionnaires et clients ou fournisseurs sont liées au prix de la transaction. Les actionnaires souhaitent acheter (ou vendre) à un prix faible (fort), au contraire de ce que veulent les fournisseurs (les clients).

La puissance publique

La puissance publique est concernée par la survie de l'entreprise de deux façons. En tant que garant de l'ordre public, elle s'intéresse à la poursuite de tous les contrats de l'entreprise. En tant qu'acteur économique, elle s'intéresse au résultat fiscal de l'entreprise (Gomez (1996)). Les sources éventuelles du conflit entre l'Etat et les actionnaires sont liées à la tendance de ces derniers à minimiser le résultat fiscal en manipulant les données comptables. L'état peut aussi être tenté de définir sa pression fiscale de manière unilatérale en fonction de ses propres besoins financiers.

⇒ Les conflits entre actionnaires, clients, fournisseurs ou Etats peuvent aussi influencer les politiques de distribution, mais il est raisonnable de penser que leur influence est faible. Face à cette faiblesse présumée, nous n'intégrerons pas ces variables à notre étude.

Conclusion : Ce paragraphe a présenté les sources de conflit entre les parties prenantes de l'entreprise. La nature des liens entre les politiques de distribution et ces conflits a été discutée. Nous avons conclu que la politique de distribution est influencée par les conflits entre les actionnaires, les dirigeants, les créanciers et les salariés. Nous avons justifié de nous intéresser pour l'instant uniquement aux deux premiers acteurs. Deux types de conflits d'agence retiendront donc notre attention : le conflit entre actionnaires et dirigeants et le conflit entre actionnaires minoritaires et actionnaires dominants.
Le paragraphe suivant cherche à déterminer les conditions d'apparition de chacun de ces deux conflits selon les types d'organisations et selon les pays.

3. STRUCTURE DE CONTROLE DE L'ENTREPRISE ET IMPORTANCE DES CONFLITS D'AGENCE

Après avoir justifié notre intérêt pour les conflits entre actionnaires et dirigeants et entre actionnaires minoritaires et majoritaires, il semble intéressant d'apprécier l'importance de chacun de ces conflits. Quels conflits apparaissent selon les organisations et selon les pays ? Est-ce que le conflit actionnaires – dirigeants est plus fréquent ou plus représentatif de certaines zones géographiques que le conflit entre actionnaires minoritaires et dominants ?

L'objectif de cette présentation est de vérifier qu'il est pertinent de s'intéresser à ces deux types de conflits dans une étude sur les politiques de distribution, en particulier lorsqu'on s'intéresse au cas français.

Dans un premier temps (3.1.), cette partie identifie théoriquement les conflits en présence selon la répartition des fonctions de propriété (ou d'assomption du risque), de contrôle et de décision. Dans un second temps (3.2.), les structures d'actionnariat des entreprises des principaux pays développés sont présentées afin de déterminer l'importance relative des conflits entre actionnaires et dirigeants et entre actionnaires minoritaires et majoritaires.

3.1. STRUCTURE DE CONTROLE ET EMERGENCE DES CONFLITS ENTRE DIRIGEANTS ET ACTIONNAIRES ET ENTRE MAJORITAIRES ET MINORITAIRES

Quels sont les déterminants du fait qu'un conflit d'agence oppose plutôt les dirigeants aux actionnaires ou plutôt les actionnaires majoritaires aux minoritaires?

L'étude de la répartition entre fonctions de propriété, de contrôle et de décision aide à identifier théoriquement l'apparition de chaque type de conflits.

Les études de Charreaux (1991) et Dherment (1996) formalisent le degré de séparation entre les fonctions de propriété, de contrôle et de décision selon les types d'organisation. Charreaux (1991) met en avant empiriquement le fait que les sociétés managériales sont caractérisées par une séparation forte des fonctions de propriété et de contrôle, que les sociétés familiales ont une séparation faible entre propriété et décision et enfin que dans les sociétés contrôlées par une autre firme, les dirigeants ne sont pas actionnaires.

En précisant l'identité de la personne qui exerce chaque fonction dans l'organisation, on peut déterminer le type de conflit présent au sein de l'entreprise. Le tableau ci-dessus propose une synthèse de cette classification.

Tableau 5- Identification des conflits d'agence selon la structure de contrôle des organisations

Type de sociétés	Fonction	Personne qui exerce la fonction			Type de conflit
		Dirigeants	Actionnaires		
			Dominant	Minoritaire	
Société managériale	Propriété			X	Actionnaires / Dirigeants
	Décision	X			
	Contrôle				
Société contrôlée	Propriété		X	X	Actionnaires / Dirigeants mais aussi Majoritaires / Minoritaires
	Décision	X			
	Contrôle		X		
Société familiale	Propriété	X		X	Majoritaires / Minoritaires
	Décision	X			
	Contrôle	X			

Tableau réalisé grâce à Charreaux (1991) et Dherment (1996, page 45)

Ce tableau schématise la source organisationnelle des conflits entre actionnaires et dirigeants ou entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Afin de mieux apprécier l'importance relative de chaque conflit d'agence, observons à présent les structures d'actionnariat dans les principaux pays développés.

3.2. STRUCTURE DE CONTROLE DES ENTREPRISES CONTEMPORAINES – EVIDENCE INTERNATIONALE

La majorité des recherches en Finance fait l'hypothèse de l'existence d'un conflit d'agence entre actionnaires et dirigeants - non actionnaires. Cette hypothèse découle de la forme supposée des entreprises contemporaines, c'est-à-dire une firme managériale caractérisée par une séparation entre propriété et contrôle et dont l'importance a été mise en avant aux Etats-Unis par Berle et Means (1932). L'entreprise managériale est ainsi devenue le modèle de base de la théorie financière.

Si l'étude des conséquences des conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires semble pertinente dans le cadre de telles entreprises, nous avons vu qu'elle l'est moins dans le cadre d'entreprises où l'actionnariat est concentré.

Afin d'estimer la nécessité de prendre en compte le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires pour notre étude, il est nécessaire d'étudier les structures de contrôle existantes. Il apparaît que le contraste est fort entre la vision traditionnelle anglo-saxonne de l'entreprise et la

réalité de l'Europe continentale. Franks et Mayer (1995) distinguent deux formes de structures d'actionnariat et de contrôle :

- un système externe correspondant au modèle anglo-saxon où l'actionnariat est dispersé entre de nombreux actionnaires externes. Il est caractérisé par une forte séparation entre l'actionnariat et le contrôle ;
- un système interne présent surtout en Europe continentale et caractérisé par une forte concentration de l'actionnariat, principalement aux mains de familles ou d'entreprises.

Les observations de Barca et Becht (2001) illustrent bien l'existence de ces deux modèles :

- *Un premier actionnaire fort en Europe continentale et faible dans les pays anglo-saxons :*

Barca et Becht (2001) montrent que la concentration des droits de vote est beaucoup plus forte dans les entreprises européennes que dans les entreprises anglo-saxonnes. Les auteurs montrent que 50% des entreprises cotées en Allemagne, Autriche, Belgique et Italie ont un actionnaire contrôlant plus de 50% des droits de vote. Dans 50% des entreprises espagnoles, hollandaises et suédoises plus de 34,5%, 43,5% et 34,9% des droits de vote sont concentrés dans les mains d'un seul actionnaire. Au contraire, au Royaume Uni et aux Etats-Unis, le premier détenteur de bloc médian contrôle respectivement 9,9% des droits de vote, 5,4% sur le NYSE et 8,6% sur le NASDAQ.

- *Un second actionnaire faible en Europe continentale et fort relativement dans les pays anglo-saxons :*

La concentration des droits de vote en Europe continentale est d'autant plus forte que le second actionnaire exerce souvent un contrôle faible. En Espagne, Hollande et Suède, le second actionnaire détient environ 8% des droits de vote. En Belgique, France et Italie, il détient près de 5%. Au Royaume Uni, le second actionnaire exerce un contrôle proche de celui exercé par le premier actionnaire : 6,6%. Les entreprises anglo-saxonnes sont donc caractérisées par une faible concentration du contrôle, au contraire de l'Europe continentale.

- *Identité des blocs de contrôle*

L'identité des blocs de contrôle diffère aussi entre pays anglo-saxons et Europe continentale. Aux Etats-Unis et au Royaume Uni, ce sont surtout des investisseurs institutionnels qui forment les blocs de contrôle, alors que les entreprises d'Europe continentale sont majoritairement contrôlées par des familles ou d'autres entreprises.

L'évidence fournie par cette étude est confortée par les études de Faccio et Lang (2002) et Denis et McConnell (2003). Ces résultats empiriques tempèrent l'importance du conflit entre

actionnaires et dirigeants, caractéristique des entreprises managériales. Pour une majorité d'entreprises européennes, le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires semble être un cadre d'analyse plus adapté.

Conclusion de la Section 1 :

Tableau 6 – Synthèse des éléments favorisant l'apparition des conflits d'agence

	Conflit entre Actionnaires et Dirigeants	**Conflit entre Actionnaires Majoritaires et Minoritaires**
Type de société où le conflit est susceptible d'être présent	Société managériale Société contrôlée	Société familiale Société contrôlée
Région géographique où le conflit est souvent présent	Pays anglo-saxons	Europe continentale

Cette section a identifié et présenté les conflits d'agence pouvant influencer les politiques de distribution. Deux conflits d'agence, ceux qui opposent actionnaires et dirigeants et actionnaires majoritaires et minoritaires, semblent particulièrement intéressants pour l'étude des politiques de distribution.
Les caractéristiques organisationnelles favorisant l'émergence de ces conflits ont alors été identifiées, ceci grâce à la détermination des acteurs, qui au sein des grands types d'entreprise, détiennent les fonctions de propriété, de contrôle ou de décision. L'observation des structures de capital en Europe a ensuite confirmé l'importance de s'intéresser à ces deux conflits.

Suite à cette étude théorique sur les conflits d'agence, nous nous intéressons aux mécanismes qui permettent de les résoudre.
Cette thèse fait l'hypothèse que les politiques de distribution sont un mécanisme de régulation des conflits d'agence. Notre problématique est de comprendre la façon dont les décisions de distribution sont prises, étant donné le système de gouvernance de chaque entreprise. Cette recherche nécessite donc l'analyse préalable des différents mécanismes de gouvernance pour comprendre leur efficacité, leurs limites, ainsi que leur interaction. Et ainsi aider à la compréhension des politiques de distribution.
L'étude de ces mécanismes est faite dans le cadre de la théorie de la gouvernance et fait l'objet de la section suivante.

SECTION 2. GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DEFENSE DES INTERETS DES ACTIONNAIRES

Les politiques de distribution peuvent aider à minorer certains conflits d'agence que nous avons identifiés. Elles ne sont pas pour autant le seul outil de contrôle du comportement des dirigeants et peuvent soit se substituer à d'autres mécanismes, soit les compléter.

Afin de comprendre la forme de ces politiques de distribution, il est donc nécessaire d'identifier les autres mécanismes de gouvernance. C'est pourquoi ce second Chapitre propose une revue de littérature sur la gouvernance d'entreprise[53].

Après avoir défini ce concept (1.), nous présentons les différents mécanismes de gouvernance (2.). La littérature s'est principalement penchée sur les moyens de discipliner et contrôler les managers, mais nous essayerons aussi de déterminer l'efficacité des différents mécanismes dans la cadre du conflit majoritaires / minoritaires. Enfin, nous abordons les différences culturelles dans l'approche de la gouvernance (3.1) et étudions les relations entre les différents mécanismes (3.2.).

L'objectif de cette section est double. Elle cherche à identifier les mécanismes qui jouent sur chacun des deux conflits auxquels nous nous intéressons. Elle cherche aussi à comprendre comment ces mécanismes interagissent entre eux afin de déterminer par la suite comment les politiques de distribution s'insèrent dans un système de gouvernance et interagissent avec ces différents mécanismes.

1. DEFINITION DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

La théorie de l'agence souligne les divergences d'intérêts entre parties prenantes de l'entreprise et les coûts qui y sont liés. Des mécanismes externes ou internes à l'entreprise permettent de diminuer ces coûts et aident à tendre vers un consensus entre les intérêts divergents des parties prenantes. Ces mécanismes s'analysent sous l'angle de la théorie du gouvernement d'entreprise.

[53] Il est délicat de choisir le terme à utiliser pour parler de ce qu'on appelle en anglais la « corporate governance ». Faut-il parler de gouvernement d'entreprise ou de gouvernance d'entreprise ? Pérez (2003) note que le terme de « gouvernement » a été choisi par la plupart des chercheurs français, mais il remarque que ce terme est peut être trop étroit et rend moins bien compte de la réalité du sujet que le terme de « gouvernance ». Il choisit donc l'utilisation de ce second terme. Nous avons choisi de nous conformer à cette analyse et d'utiliser le terme de « gouvernance d'entreprise».

Selon Charreaux (1997d, page 421), la gouvernance d'entreprise « recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de limiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ».
Selon Correia Da Silva et al. (2004, page 7), un régime de gouvernance se définit comme : *« the amalgam of mechanisms that ensure that the agent (the management of a corporation) runs for the benefit of one or multiple principals (shareholders, creditors, clients, employees and other parties with whom the firm conducts its business. »*[54].

La gouvernance d'entreprise se focalise sur le comportement de la direction. Elle cherche à surveiller ou à contrôler l'action des dirigeants. Comme le note Charreaux (1997b), l'intérêt du courant de recherche sur la gouvernance s'explique par l'influence déterminante qu'ont les décisions des dirigeants sur la performance de l'entreprise.
La définition de ce que sont les bénéfices ou la performance de l'entreprise divise les courants de pensée sur la gouvernance d'entreprise. Une vision étroite et classiquement utilisée en Finance est que la performance de l'entreprise se définit par rapport à la valeur actionnariale. Seuls les intérêts des apporteurs de capitaux - actionnaires au sens strict ou créanciers au sens large - sont alors pris en compte (Tirole (2006)).
A l'opposé de cette vision, on trouve la croyance qu'une entreprise performante est une entreprise qui maximise la richesse de tous ses partenaires. Les intérêts de tous doivent être pris en compte. La gouvernance fait alors référence à « la relation entre les objectifs de la direction et les grands principes qui régissent les interactions entre les organes de gestion, les propriétaires, ainsi que d'autres personnes directement intéressées à la composition et l'activité de l'entreprise, c'est-à-dire les salariés, les créanciers, les fournisseurs, les clients et l'ensemble de la communauté. » (issu de De Beaufort (2006), Recommandation du rapport Norby – Danemark).
Dans cette thèse, en accord avec le corpus théorique classique des recherches en Finance, nous nous conformons à la définition étroite de la gouvernance d'entreprise. Nous la considérons donc comme une aide à la résolution des conflits entre actionnaires, dirigeants et créanciers. Comme indiqué dans la Section 1, nous nous focalisons particulièrement sur deux types de conflits : le conflit entre actionnaires et dirigeants et celui entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Ces deux conflits permettent d'appréhender à la fois la réalité européenne et anglo-saxonne et nous semblent les plus pertinents pour l'analyse des politiques de distribution de liquidités.

[54] « L'ensemble de mécanismes qui permet de s'assurer que l'agent (la direction d'une entreprise) gère au profit du ou des principaux (les actionnaires, les créanciers, les clients, les employés et tout autre partie avec qui l'entreprise conduit ses affaires). »

2. MECANISMES DE GOUVERNANCE ET DEFENSE DES INTERETS DES ACTIONNAIRES

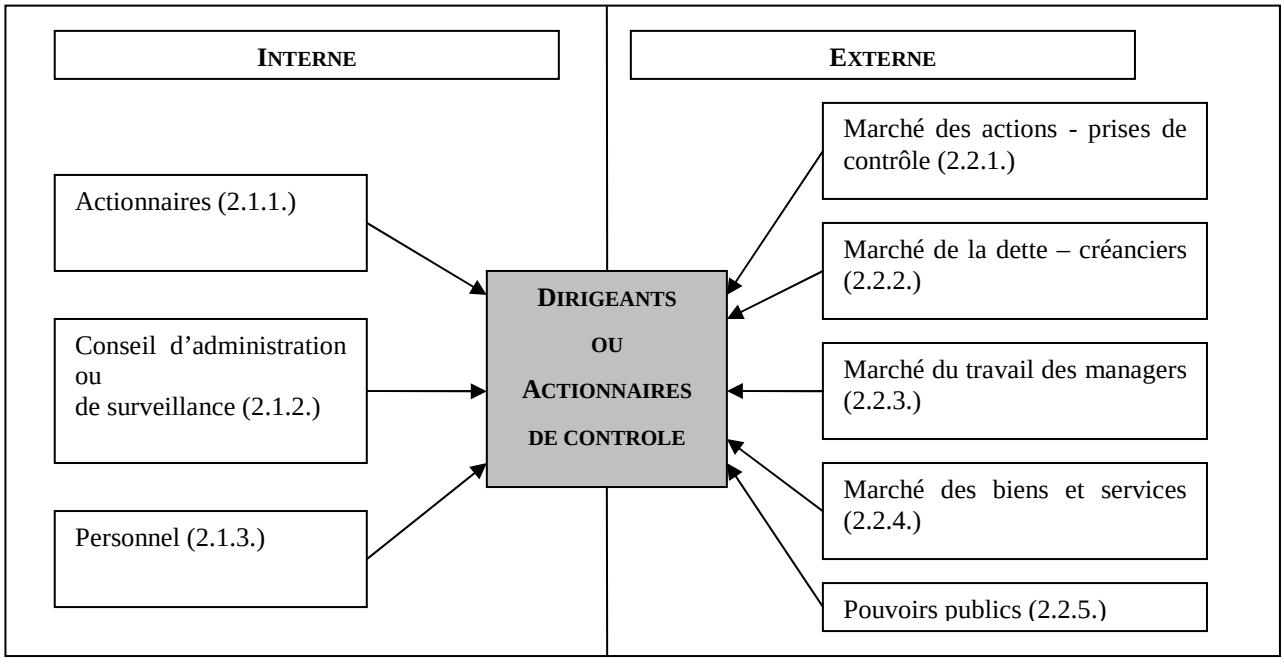
Cette thèse fait l'hypothèse que les politiques de distribution sont un mécanisme de régulation des conflits d'agence. Notre problématique est alors de comprendre la façon dont les décisions de distribution sont prises, étant donné le système de gouvernance de chaque entreprise. Cette recherche nécessite donc d'étudier ce qui forme un système de gouvernance, c'est-à-dire les différents mécanismes de gouvernance, leur efficacité, leurs limites et leurs interactions.

Afin de présenter les mécanismes de gouvernance, nous utilisons les classifications de Charreaux (1997a, 1997d) ou de Correia Da Silva et al. (2004) :

- d'un côté, les mécanismes de gouvernance internes composés du conseil d'administration ou de surveillance, des actionnaires et des membres de l'organisation hors direction, c'est-à-dire le personnel ;
- de l'autre, les mécanismes de gouvernance externes, c'est-à-dire les marchés des prises de contrôle, de la dette, du travail managérial, des biens et services et l'Etat.

Nous conclurons cette partie en essayant de déterminer les modes de gouvernance pouvant être utilisés dans le cadre du conflit entre actionnaires et dirigeants (la majorité des mécanismes) et dans le cadre du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires (une minorité de mécanismes).

Tableau 7 - Typologie des modes de gouvernance



2.1. MECANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES

Présentons en premier lieu les mécanismes de gouvernance internes. Nous commençons par une présentation du contrôle exercé par les actionnaires, puis par le conseil d'administration ou de surveillance et enfin par les salariés.

Nous avons choisi de faire une présentation plus détaillée des mécanismes de gouvernance internes. En effet, les mécanismes externes (à l'exception de la dette) ne sont pas propres à une entreprise, mais plus à un secteur d'activité. Au contraire, les mécanismes internes et le niveau de la dette sont propres à chaque firme. Ils sont donc plus à même d'expliquer les différences dans les politiques de distribution des firmes.
Ainsi, notre étude empirique s'intéressera particulièrement aux relations entre politiques de distribution et mécanismes internes. Il est alors important d'étudier de façon précise la forme et l'efficacité de chacun de ces instruments.

2.1.1. Les actionnaires

Les premiers acteurs à pouvoir contrôler et surveiller les dirigeants sont les actionnaires. Ils ont délégué leur fonction de décision aux dirigeants et conservent leurs fonctions de propriété et parfois de contrôle. La surveillance opérée par les actionnaires s'exerce sur les dirigeants, mais aussi, en cas d'actionnariat concentré, sur la coalition de contrôle.
Le contrôle des actionnaires passe officiellement par l'assemblée générale des actionnaires. Cependant, son pouvoir est limité dans la réalité et la pression exercée par certains actionnaires, comme les détenteurs de blocs ou les investisseurs institutionnels est souvent plus efficace.

2.1.1.1. L'assemblée générale des actionnaires

L'assemblée générale des actionnaires est l'organe par lequel les actionnaires contrôlent les actions principales des dirigeants. En France par exemple, elle statue sur l'approbation des comptes, sur les décisions de dividende ou sur la nomination et la révocation des administrateurs. En réalité, son pouvoir est faible et la quasi-totalité des résolutions proposées par les dirigeants sont votées avec une écrasante majorité. Cela résulte de la difficulté pour un actionnaire externe de se faire entendre de façon individuelle en assemblée, mais aussi du manque de motivation à s'impliquer dans le contrôle de la firme pour les actionnaires ayant une participation faible (Maati (1999)).

Un actionnaire minoritaire peut tout de même faire pression sur les dirigeants ou les actionnaires dominants via les batailles de procurations ou en se groupant au sein d'associations d'actionnaires minoritaires.

Les batailles de procuration

La faculté offerte par le droit de donner procuration des voix attachées aux actions permet à certains actionnaires de s'engager dans un processus de contestation. Une bataille de procuration est une procédure explicite par laquelle un actionnaire demande à des actionnaires mécontents de lui donner procuration de leur droit de vote. Ceci afin d'influencer la stratégie de la direction ou de remplacer les agents déviants (Maati (1999)).

Les associations d'actionnaires minoritaires

Les petits actionnaires peuvent se réunir en associations d'actionnaires pour unir leur force et surveiller plus efficacement les dirigeants ou les coalitions de contrôle. Ces associations regroupent traditionnellement des investisseurs individuels, mais il existe aussi des organismes mutualisant l'action des investisseurs institutionnels[55].

L'action de ces associations n'a traditionnellement pas pour essence de remplacer la direction, mais d'en infléchir le comportement (Maati (1999)). Strickland, Wiles et Zenner (1996) montrent l'effet positif sur la valeur actionnariale des actions d'une association américaine : la United Shareholders Association (USA).

L'action des petits actionnaires reste limitée et c'est principalement les gros actionnaires qui permettent un contrôle de la gestion de l'entreprise.

2.1.1.2. Les détenteurs de blocs

Shleifer et Vishny (1986) soulignent le rôle particulier des détenteurs de blocs pour surveiller l'action des dirigeants. Dans une société à l'actionnariat diffus, du fait de l'importance des coûts de surveillance, aucun actionnaire n'a de motivation pour contrôler la gestion de la firme. Au contraire, un actionnaire à la participation substantielle est incité à collecter de l'information et à surveiller les dirigeants. Les gains qu'il tire de ce contrôle sont assez importants pour en couvrir les coûts. De plus, il a assez de droits de vote pour faire pression directement sur les managers en

[55] Nous aborderons ce point ci-dessous dans le paragraphe consacré à l'activisme des investisseurs institutionnels.

assemblée générale ou via une OPA ou une bataille de procuration. Un détenteur de bloc a donc à la fois la motivation et les moyens pour surveiller les managers.

Etudes empiriques

Les études empiriques soulignent le rôle bénéfique de la présence d'un actionnaire important sur la rotation des dirigeants ou des administrateurs et sur la performance (Shleifer et Vishny (1997)). Les liens entre la performance d'une entreprise et son actionnariat diffèrent cependant selon les pays et l'identité de l'actionnaire principal. L'influence des gros actionnaires sur la performance des firmes américaines est faible (Holderness (2003), Singh et Davidson (2003)), mais l'ampleur de ce lien est plus forte en dehors des Etats-Unis (Denis et McConnell (2003)). Cela peut s'expliquer par la faiblesse des participations des détenteurs de blocs aux Etats-Unis.

Identité des détenteurs de blocs

De l'identité du détenteur de bloc va dépendre sa motivation, son intérêt et sa capacité à surveiller le dirigeant. En Europe, Thomsen et Pedersen (2000) montrent l'influence de l'identité du principal actionnaire sur la politique et la performance de l'entreprise. Chaque type d'actionnaire principal a des objectifs différents : les investisseurs institutionnels ont une forte préférence pour la maximisation de la valeur boursière, l'actionnariat familial est intéressé par la longue vie de l'entreprise, l'Etat a des considérations sociales (travail et sécurité sociale) et les entreprises veulent développer des échanges commerciaux et la croissance. Renneboog (2000) pour la Belgique et Dherment et Renneboog (2002) pour la France soulignent l'influence des entreprises actionnaires sur le contrôle des dirigeants. En revanche, aux Etats-Unis, Mehran (1995) ne trouve pas de lien entre la performance d'une entreprise et l'identité des gros actionnaires.

Etudions plus précisément la qualité de la gouvernance exercée par les investisseurs institutionnels et l'actionnaire dominant.

Le contrôle ambigu des actionnaires dominants

La présence d'un actionnaire important n'a pas une influence sans équivoque sur les intérêts des autres actionnaires. D'un côté, il contrôle les actions des dirigeants (dans le cas où il n'est pas lui même dirigeant[56]) et a donc une influence positive. De l'autre, il pourra extraire des bénéfices

[56] Nous étudions spécifiquement l'effet de l'actionnariat du dirigeant sur son comportement lors de l'étude des stock-options au paragraphe (2.1.2.1.1.), page 99 qui traite de la rémunération des dirigeants.

privés si sa participation ou son contrôle sont importants. Son influence est alors négative pour les intérêts des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny (1997), Morck, Shleifer et Vishny (1988) et McConnel et Servaes (1990)).

Le comportement déviant de l'actionnaire dominant peut être contrôlé par la présence d'un second actionnaire important. Les effets de la présence de ce second actionnaire vont cependant dépendre de ses objectifs. Ils seront positifs si le second actionnaire cherche à surveiller l'actionnaire principal, ou au contraire négatifs s'il cherche à établir une connivence avec l'actionnaire de contrôle afin de s'attribuer une partie des bénéfices privés (Debaere (2003a)).

Selon La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999), la présence d'un second actionnaire permet de limiter l'extraction de bénéfices privés. Selon Maury et Pajuste (2002), l'effet de la présence d'un second actionnaire dépend de son identité (Boubaker (2003)), de son intérêt et de sa possibilité d'extraire des bénéfices privés.

L'activisme des investisseurs institutionnels

Il est intéressant d'étudier le contrôle exercé par les actionnaires institutionnels car ils sont des acteurs importants des marchés, mais aussi parce qu'en tant que professionnels de la finance, ils sont mieux informés et donc plus à même de défendre leurs intérêts (Maati (1999)).

Les investisseurs ont plusieurs alternatives lorsqu'ils sont mécontents de l'entreprise dont ils sont actionnaires : soit ils vendent les titres, soit ils essayent de faire modifier la politique de l'entreprise grâce au pouvoir qui leur est conféré par les droits de vote (Hirschman (1970)). On parle alors d'activisme. Selon les définitions, l'activisme peut prendre plusieurs formes : poursuite en justice, vote contre aux assemblées ou ciblage formel des firmes. Dans ce dernier cas, l'actionnaire activiste fait des propositions de vote aux assemblées ou entame des négociations privées avec les dirigeants (Karpoff (2001)).

L'activisme peut aussi prendre la forme d'un ciblage public pour mauvaise performance. Ce type de ciblage est souvent réalisé par des organismes d'investisseurs institutionnels qui mutualisent alors leurs efforts de contrôle (Debaere (2003a)). Par exemple, aux Etats-Unis, le CII (Council of Institutional Investors) publie une liste des entreprises les moins performantes. En France, l'AFG (Association Française de Gestion Financière) a développé un programme de veille sur la gouvernance des sociétés du SBF120.

Aux Etats-Unis, l'activisme des investisseurs institutionnels est suivi de changements en termes de gouvernance, de restructuration ou de ventes d'actifs (Del Guercio et Hawkins (1999), Smith (1996) et Carleton, Nelson et Weisbach (1998)). En revanche, l'activisme n'a d'effet significatif

ni sur les cours boursiers (Karpoff (2001)), ni sur les différentes valeurs comptables (Smith (1996), Karpoff, Malatesta et Walkling (1996), Wahal (1996)).

En France, l'activisme reste peu développé (Girard (2001)), même si les investisseurs institutionnels exercent tout de même un contrôle sur les dirigeants. Debaere (2003a) montre que la présence d'investisseurs institutionnels étrangers a une influence sur les politiques d'endettement et de dividende des entreprises françaises. De même, les alertes de l'AFG informent le marché et permettent de dévaloriser les entreprises où la gouvernance est mauvaise (Montandrau (2004)). Cela peut inciter les dirigeants à corriger leur comportement.

$\Rightarrow$ L'activisme des investisseurs institutionnels permet un contrôle faible des dirigeants, mais peut constituer un contre-pouvoir intéressant en cas de conflit entre actionnaires dominants et minoritaires.

Conclusion : Les actionnaires assurent théoriquement la surveillance des dirigeants dans une entreprise. Cependant, seul un actionnaire important est incité à engager des coûts de contrôle. La surveillance des dirigeants est donc effectuée par des gros investisseurs ou par des groupements d'investisseurs. La qualité du contrôle exercé va être influencée par l'identité de l'actionnaire. Par exemple, les investisseurs institutionnels sont considérés comme de bons « moniteurs » aux Etats-Unis. Leur influence est plus faible en France.
La surveillance exercée par les gros actionnaires a toutefois des limites. Un actionnaire dominant n'est pas incité à faire respecter les intérêts des minoritaires externes car ils divergent de ses propres intérêts.

2.1.2. Le conseil d'administration ou de surveillance

Le conseil d'administration ou de surveillance et les comités qui lui sont adjoints sont un organe privilégié de surveillance et de contrôle des dirigeants (Fama (1980), Fama et Jensen (1983)). Constitué d'actionnaires nommés par l'assemblée générale des actionnaires, le conseil est orienté en premier lieu vers la défense de leurs intérêts. La première partie (2.1.2.1.) détaille les leviers d'actions du conseil, puis l'efficience de ses différentes caractéristiques est étudiée (2.1.2.2.).

2.1.2.1. Les leviers d'actions du conseil

Les actionnaires délèguent leur pouvoir de contrôle et de sanction au conseil qui dispose de deux moyens pour faire pression sur les dirigeants : la fixation de leur rémunération et la possibilité de les révoquer (Maati (1999)). Nous présentons successivement ces deux leviers d'actions.

2.1.2.1.1. La rémunération du dirigeant

La théorie de l'agence prédit que la politique de rémunération doit être structurée de façon à motiver le manager à sélectionner et mettre en œuvre les actions qui augmentent la richesse des actionnaires. La rémunération doit être liée à la création de richesse actionnariale pour être un élément efficient de motivation (Jensen et Murphy (1990)).

Comment déterminer la rémunération ?

La performance de l'entreprise est souvent choisie pour indexer la rémunération. Il est alors nécessaire de définir les bons critères de performance et s'assurer que les dirigeants ne pourront les manipuler (Tirole (2006)). La rémunération doit dépendre de la performance de l'entreprise à court et à long terme afin que le manager mette en œuvre des stratégies durables (Maati (1999)). Enfin, pour motiver le manager, il est important que sa rémunération soit liée à des facteurs sous son contrôle. Bertrand et Mullainathan (2001) observent que les managers sont souvent rémunérés pour la chance. Par exemple, dans les compagnies pétrolières, la rémunération des managers profite de la hausse du prix de l'essence sur laquelle ils n'ont pourtant aucune influence.

Importance des rémunérations à base d'actions ou de stock-options

Jensen et Murphy (1990) montrent empiriquement que si le lien entre rémunération et performance de l'entreprise est significativement positif, il est trop faible pour prétendre discipliner efficacement les managers. La plus grosse source de motivation des managers découle de leur propre actionnariat, mais les administrateurs n'adaptent pas la rémunération du dirigeant à cette part d'actionnariat. Les études plus récentes de Hall et Liebman (1998) et Hall (2000) montrent que grâce au développement des stock-options, la sensibilité de la rémunération des dirigeants aux revenus des actionnaires a été multipliée par dix entre le début des années 1980 et la fin des années 1990.

La distribution d'actions ou de stock-options semble être la forme de rémunération la plus efficace pour aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires. Les études empiriques tendent d'ailleurs à s'accorder sur le lien entre actionnariat des dirigeants et réduction des coûts d'agence.

Effet de l'actionnariat interne et des distributions de stock-options

- *Sur la diversification de l'entreprise* : Selon Denis, Denis et Sarin (1997)[57], Anderson, Bates, Bizjak et al. (2000) et Aggarwal et Samwick (2003), l'actionnariat dirigeant et les stock-options permettent de diminuer la diversification des activités de la firme faite par les managers. Cependant, à des niveaux élevés d'actionnariat dirigeant, Amihud et Lev (1981) montrent que les managers ont tendance de nouveau à diversifier à outrance. May (1995) confirme ce résultat.

- *Sur la prise de risque* : Les dirigeants, faute de diversification suffisante de leur portefeuille ont tendance à mettre en oeuvre des projets peu risqués. La délivrance de stock-options aux managers augmente leur prise de risque. Cette augmentation ne garantit cependant pas une adéquation avec le niveau de risque souhaité par les actionnaires.

Haugen et Senbet (1981), Agrawal et Mandelker (1987) et DeFusco, Johnson et Zorn (1990) montrent que les managers qui ont des stock-options investissent dans des projets plus risqués et qu'ils ont tendance à augmenter le niveau de dette (Agrawal et Mandelker (1987)).

- *Sur la performance :*

L'effet sur la performance de la distribution de stock-options est plus ambigu. Aux Etats-Unis, Couderc (2006) confirme tout de même l'existence d'un lien positif. En France, Charreaux (1991) montre que la performance économique des firmes est meilleure lorsque l'actionnariat interne est fort.

- *Selon les niveaux d'actionnariat* : L'effet d'une variation des stock-options et de l'actionnariat interne diffère selon le niveau d'actionnariat initial.

Morck et al. (1988), McConnel et Servaes (1990) et Hermalin et Weisbach (1991) mettent en avant une relation non linéaire entre la performance de l'entreprise et l'actionnariat des dirigeants. La relation est positive pour des niveaux faibles d'actionnariat suggérant une diminution des conflits d'agence. Elle devient négative à des niveaux moyens d'actionnariat soulignant l'effet de l'enracinement des dirigeants actionnaires. Morck et al. (1988) et Hermalin et Weisbach (1991) documentent un nouveau changement du sens de la relation pour des niveaux élevés d'actionnariat interne.

Cho (1998) met en doute le sens de la causalité : c'est la valeur de l'entreprise qui affecterait le niveau d'actionnariat interne et non le contraire. Himmelberg, Hubbard et Palia (1999) et Demsetz et Villalonga (2001) ne trouvent pas de relation entre la structure d'actionnariat et la

[57] Dans cette étude, seule l'influence de l'actionnaire dirigeant est étudiée.

performance. Davies, Hillier et McColgan (2005) critiquent ces études et confortent l'existence d'un effet de l'actionnariat interne sur la valeur de l'entreprise.

Quelques limites à l'efficacité des stock-options :

Tirole (2006) remarque que lorsque le cours de l'action passe en dessous de la valeur de l'option, l'effet incitatif des stock-options disparaît. La rémunération par stock-options a aussi pour limite de ne pas être uniquement liée à des éléments sous le contrôle du dirigeant. De plus, les options peuvent donner lieu à des abus de la part des dirigeants, voire à des manipulations qui détournent les plans de leur objectif initial. Lie et Heron (2007) démontrent que plus de 2000 entreprises américaines auraient ainsi manipulé les dates d'attribution des stock-options de leurs salariés. Enfin, Aytac (2006) rappelle que les stock-options peuvent être considérées comme une modalité particulière d'extraction des bénéfices privés.

⇒ Le conseil d'administration dispose, via la rémunération et les stock-options, d'outils pour contraindre l'action des dirigeants. L'efficacité de ces outils reste tout de même modérée et n'est pas suffisante pour contrôler parfaitement les dirigeants.

2.1.2.1.2. La révocation du dirigeant

Le second levier d'action que détient le conseil pour discipliner le manager découle de la possibilité qu'il a de révoquer le dirigeant. Dans le cadre du pouvoir disciplinaire du conseil, la révocation est liée à une incompétence managériale ou à un comportement déviant. Si les actions du manager ne servent pas les intérêts des actionnaires, ce dernier sait qu'il risque de devoir quitter son poste. Cela lui fournit une incitation implicite à aligner son comportement.

Etudes empiriques

Les études empiriques s'accordent sur le fait que la révocation du dirigeant est précipitée par une mauvaise performance de l'entreprise (Allen et Panian (1982), Weisbach (1988), Harrison, Torres et Kukalis (1988), Morck, Shleifer et Vishny (1989) pour les Etats-Unis, Renneboog (2000) pour la Belgique, Dherment et Renneboog (2002) pour la France et Kaplan et Minton (1994) pour le Japon). Morck et al. (1989) précisent que c'est la performance relative de l'entreprise à son secteur qui est à l'origine des révocations.

Harrison et al. (1988) s'intéressent au cas où le dirigeant cumule les fonctions de président du conseil et de directeur général. Ils observent qu'une faible performance de l'entreprise va provoquer le retrait du dirigeant de son poste de directeur, mais pas de son poste de président.

La stratégie d'enracinement d'un dirigeant est directement liée à son risque de révocation. S'il est bien enraciné le dirigeant ne craint plus de devoir partir et la révocation cesse d'être un moyen de contrôle du conseil (Maati (1999)). Allen et Panian (1982) observent le cas particulier des entreprises familiales. Ils montrent que le CEO y est plus facilement révoqué s'il n'appartient pas à la famille actionnaire. Au contraire, s'il appartient à cette famille, son risque de révocation est faible en cas de mauvaise performance.

Ces études empiriques montrent que les dirigeants sont révoqués suite à une mauvaise performance. La révocation est donc un mécanisme qui vient sanctionner a posteriori les mauvaises performances du dirigeant. Elle agit parfois trop tard comme le montre l'étude de Franks, Mayer et Renneboog (2001) : la révocation du dirigeant a généralement lieu quand les firmes sont dans le dernier quintile en terme de performance boursière et qu'elles enregistrent des pertes comptables.
On peut faire l'hypothèse que la possibilité d'une révocation discipline le manager, mais il est difficile de vérifier cela au travers des études vues ci-dessus. On peut surtout conclure que la révocation permet de se débarrasser des mauvais dirigeants.

<u>Conclusion sur les leviers d'actions du conseil :</u> Le conseil dispose de deux leviers pour discipliner le manager : la rémunération et la révocation. Ces deux leviers permettent d'inciter le manager à travailler dans le sens des intérêts des actionnaires. Ils ne sont cependant pas suffisants. La rémunération ne discipline qu'imparfaitement le manager et la révocation intervient souvent trop tard. De plus, les deux leviers perdent de leur efficacité lorsque le dirigeant est enraciné.
Tirole (2006) remarque que ces deux éléments de motivation semblent substituables. Gibbons et Murphy (1992) montrent que les managers qui approchent de la retraite et qui craignent donc moins une révocation, doivent être motivés par le salaire. De même, les managers qui ont de grosses sources de motivation monétaire ont aussi un emploi moins sécurisé (Subramanian, Chakraborty et Sheikh (2002)).

2.1.2.2. Caractéristiques des conseils

Nous avons vu que l'efficacité des leviers du conseil est variable. Il est donc intéressant de s'interroger sur les caractéristiques du conseil qui permettent d'optimiser son rôle de surveillant. La recherche en Finance a étudié plusieurs critères d'efficacité :

- la séparation des postes de président et de directeur général ;
- le type de conseil (administration ou surveillance) et la présence de comités;
- l'indépendance des membres du conseil ;
- la taille du conseil.

Cette partie rappelle les aspects théoriques de ces différentes caractéristiques et présente les résultats empiriques sur leur efficacité. Le tableau suivant résume les informations présentées dans cette section.

Tableau 8 – Caractéristiques des conseils, effet et efficacité

Caractéristiques	Effet théorique sur le contrôle exercé	Efficacité supposée sur la qualité du contrôle	Paragraphe
Type de conseil : conseil d'administration ou conseil de surveillance	**Le conseil d'administration** permet de révoquer les dirigeants plus facilement. **Le conseil de surveillance** favorise la séparation des fonctions de président et de directeur général.	Même efficacité supposée des deux structures	(2.1.2.2.2.)
Dissociation des fonctions de président et de directeur général	Facilite la révocation et permet un meilleur contrôle. Mais, dans les petites entreprises, le cumul favorise la prise de décision.	Dépend de la taille de l'entreprise	(2.1.2.2.1.)
Présence de comités	Favorise l'indépendance du conseil et améliore l'information à disposition du conseil.	Efficacité forte	(2.1.2.2.2.)
Taille	Les conseils de petite taille permettent une meilleure surveillance, une meilleure réactivité et facilitent la prise de décision.	Efficacité forte des petits conseils	(2.1.2.2.4.)
Indépendance des membres	La présence d'administrateurs indépendants permet de diminuer le risque d'enracinement des dirigeants et d'améliorer l'expertise du conseil. Cependant, problème de la motivation de ces administrateurs à surveiller.	Efficacité supposée forte, mais évidence empirique ambiguë	(2.1.2.2.3.)

2.1.2.2.1. La séparation des fonctions de président et de directeur général

Etant donné le rôle de surveillance du conseil, il est normal de s'interroger sur la possible place du dirigeant à la tête du conseil. Les codes de bonne gouvernance préconisent une séparation des fonctions, afin de faciliter la mission de contrôle du conseil.

Aperçu international

En France, l'unicité à la tête de l'entreprise constitue la règle, même si de plus en plus de sociétés optent pour une dissociation des fonctions. En Allemagne, du fait de la forme dyarchique des sociétés, les fonctions sont toujours séparées. Aux Etats-Unis, la fonction de chairman (président du conseil) est le plus souvent séparée de celle de CEO (« chief executive officer ») (Pérez (2003)).

Intérêt de la dissociation

- Selon la taille de l'entreprise, il peut être plus ou moins judicieux de procéder à la dissociation des fonctions. Les petites entreprises bénéficient de la fusion des fonctions car cela facilite la prise de décision. Au contraire dans les grandes entreprises, la séparation des fonctions permet un meilleur contrôle. Palmon et Wald (2002) montrent que la séparation des postes de directeur et président entraîne des rendements anormaux négatifs et une moins bonne performance comptable pour les petites entreprises. Au contraire, les conséquences de la séparation sont positives pour les grosses sociétés.
- Du point de vue de la révocation : Le cumul des fonctions rend la révocation des dirigeants peu performants difficile (Morck et al. (1989)). Harrison et al. (1988) et Goyal et Park (2002) montrent que les CEO qui sont aussi présidents du conseil sont plus puissants. Un CEO ou un président qui ne cumulerait pas les deux postes a plus de chances d'être révoqué en cas de mauvaise performance.
- Du point de vue de la performance de l'entreprise

L'intérêt de la dissociation du point de vue de la performance de l'entreprise est ambigu. Les études concluent plutôt à une neutralité (voir Denis et McConnell (2003)).

⇒ La dissociation entre les fonctions de président et de directeur général permet un meilleur contrôle des dirigeants, particulièrement dans les grandes entreprises. Cependant, ce contrôle ne semble pas affecter la performance.

2.1.2.2.2. Le type de conseil et la présence de comités

Conseil de surveillance ou conseil d'administration

Il existe deux grands modèles d'organe de direction (De Beaufort (2006)) :

- le modèle issu de l'approche libérale où la société est entendue comme la propriété des actionnaires. C'est le cas de la société à conseil d'administration. Dans ce modèle, le président du conseil peut aussi être le directeur général ;
- le modèle rhénan selon lequel la société est une communauté sociale, nécessitant une solidarité entre l'ensemble de ses membres, actionnaires, dirigeants et salariés. C'est le cas de la société duale à conseil de surveillance et directoire. Dans ce modèle, le président du conseil ne peut pas être directeur.

Etats de lieux

Dans la plupart des pays, seul un modèle de conseil peut être choisi. En France, la législation permet aux sociétés anonymes de choisir entre les deux types de structures, mais la très grande majorité des sociétés cotées a opté pour un conseil d'administration.

Différences entre les deux formes de conseil en matière de gouvernance :

- La possibilité de révocation du dirigeant.

En France, la possibilité de révoquer le dirigeant diffère. Dans les sociétés à conseil d'administration, le principe de la révocation *ad nutum* est fermement appliqué. Au contraire, dans les sociétés dualistes, la révocation doit être faite pour juste motif et votée par l'assemblée générale des actionnaires.

- La dissociation entre les fonctions de président du conseil et de directeur général.

Cette dissociation est systématique dans les sociétés duales. Au contraire dans les conseils d'administration, elle doit être choisie. Comme nous l'avons vu, dans le cas des grosses sociétés, cette dissociation est vue positivement par les théoriciens de la gouvernance car elle permet de limiter les pouvoirs du dirigeant.

⇒ Les deux types de conseils offrent des avantages et inconvénients et il est difficile de conclure à la supériorité en termes de gouvernance d'un des deux modèles (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et al. (1998)).

La présence de comités

Pour épauler le conseil dans ces missions, des comités peuvent être créés. De plus en plus d'entreprises ont ainsi mis en place des comités de rémunération, de nomination et d'audit. (Tirole (2006)). Les codes de gouvernance préconisent l'instauration de ces comités et recommandent qu'ils soient composés d'administrateurs indépendants. Ces comités favorisent l'indépendance du conseil vis-à-vis du dirigeant et améliorent l'information à disposition du conseil. En particulier, le conseil de nomination permet de déterminer la composition du conseil, indépendamment de ce que souhaite le dirigeant. De même, le conseil de rémunération permet d'étudier de façon indépendante la rémunération optimale des dirigeants.

Klein (1998) confirme empiriquement le rôle positif des comités : plus les membres des comités sont indépendants, plus la performance comptable et boursière de l'entreprise s'améliore. En effet, une limite à l'efficacité des comités tient au manque d'indépendance des membres (Maati (1999)). Par exemple, certains comités de rémunération sont présidés par le dirigeant dont on décide de la rémunération.

2.1.2.2.3. L'indépendance des membres du conseil

Le conseil d'administration a pour objet de gérer la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. L'efficacité de ce contrôle dépend notamment de la compétence, de l'indépendance et de la motivation des administrateurs (Paquerot (1997)).

Afin d'étudier l'indépendance d'un conseil, on distingue classiquement les administrateurs internes et les administrateurs indépendants[58]. Selon Tirole (2006), « on parle d'administrateur indépendant s'il n'est pas employé de l'entreprise, ne fournit pas de services à l'entreprise et plus généralement n'a pas de conflit d'intérêt lors de l'accomplissement de sa mission ».

De la nécessité d'avoir des administrateurs indépendants

Selon Fama (1980), dans les firmes caractérisées par une séparation des fonctions de propriété et de contrôle, les managers sont les plus aptes à prendre le contrôle du conseil d'administration. Ils sont davantage motivés par la performance de l'entreprise via leur salaire que ne le sont les actionnaires qui possèdent un portefeuille diversifié. Ils disposent de plus d'une information privilégiée sur les affaires de l'entreprise et d'une expertise forte.

[58] La notion d'administrateur indépendant a remplacé progressivement celle d'administrateur externe. Un administrateur est considéré comme externe s'il n'est pas salarié de l'entreprise. Cette notion est considérée aujourd'hui comme trop large.

Les dirigeants peuvent cependant décider d'exproprier les actionnaires. Pour diminuer ce risque, Fama (1980) préconise la présence d'administrateurs indépendants au conseil[59]. Ces administrateurs doivent être dotés d'une bonne expertise afin de pouvoir juger de l'action des dirigeants. Ils doivent de plus être indépendants afin de ne pas avoir de frein à contester les choix des dirigeants (Fama et Jensen (1983)). Ainsi, les codes nationaux de bonne gouvernance (par exemple en France, en Angleterre ou aux Etats-Unis[60]) préconisent la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants.

Limites à la surveillance exercée par les administrateurs indépendants

Plusieurs limites viennent nuancer l'efficacité du contrôle effectué par les administrateurs indépendants.

- Problème d'indépendance : selon Tirole (2006), les administrateurs externes peuvent difficilement émettre leur opinion librement car le dirigeant est souvent le président du conseil d'administration.
- Problème de motivation : la rémunération des administrateurs est rarement liée à la performance de l'entreprise. Cela ne les incite pas à affronter des situations conflictuelles non plaisantes (comme la révocation du dirigeant) (Tirole (2006)). La seule incitation est alors celle fournie par le marché du travail (Fama (1980)) et peut être considérée comme insuffisante.
- Problème de temps : les administrateurs externes ont peu de temps à consacrer à la surveillance des dirigeants car ils ont souvent plusieurs mandats d'administrateurs ou occupent des fonctions de direction dans d'autres entreprises (Tirole (2006)).

Complétons cette présentation par une revue de littérature des études empiriques sur les effets de la présence d'administrateurs indépendants.

Etudes empiriques sur l'effet de la présence d'administrateurs externes

Effets de la présence d'administrateurs indépendants sur la surveillance des managers

Les résultats empiriques rendent difficile toute conclusion quant à l'efficacité des administrateurs indépendants sur le contrôle des dirigeants.

[59] Charreaux (1991) note que les conclusions générales de Fama peuvent être transposées aux entreprises contrôlées. Il montre cependant que la présence d'administrateurs externes est moins nécessaire lorsque l'actionnariat est concentré.

[60] Voir Tirole (2006)

Certaines études concluent à un effet positif de la présence d'administrateurs indépendants : Selon Ryan et Wiggins (2004), la présence d'administrateurs indépendants favorise l'utilisation efficiente de la rémunération pour contrôler le dirigeant. Helland et Sykuta (2005) montrent que les entreprises qui se font le moins attaquer en justice par leurs actionnaires sont celles qui ont le plus d'administrateurs indépendants. Enfin, suite à une mauvaise performance, le nombre d'administrateurs indépendants augmente (Hermalin et Weisbach (1988), Bhagat et Black (2002)).

Certains études contredisent ces résultats et concluent à un effet négatif ou nul de la présence d'administrateurs indépendants : Singh et Davidson (2003) observent que les coûts d'agence ne sont pas améliorés par la présence d'indépendants. Anderson et al. (2000) montrent que la présence d'indépendants au conseil n'empêche pas une diversification excessive de la part des dirigeants. Les entreprises dont l'activité est très diversifiée ont plus d'administrateurs indépendants que celles qui sont recentrées sur leur coeur de métier.
Quant à l'effet de la présence d'administrateurs indépendants sur la révocation du dirigeant, les résultats sont divergents : Weisbach (1988) et Renneboog (2000) trouvent un effet positif, Allen et Panian (1982) et Harrison et al. (1988) ne trouvent aucun lien et Paquerot (1997) montre que la présence d'administrateurs externes au conseil diminue la probabilité que le dirigeant soit révoqué.

Effets de la présence d'administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise

L'effet de la présence d'administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise est lui aussi ambigu.
Une partie des études ne trouve pas de relation significative entre la performance de l'entreprise et la proportion d'administrateurs externes (Paquerot (1997) et Maati (1998) pour la France, Klein (1998), Bhagat et Black (2002) et Fairchild et Li (2005) pour les Etats-Unis).
Au contraire, Perry et Shivdasani (2005) observent une meilleure performance ainsi qu'une tendance accrue à restructurer en cas de mauvaise performance dans les entreprises dirigées par des conseils ayant une majorité d'indépendants. De même, au Royaume Uni, Dahya et McConnell (à paraître) montrent que les entreprises qui nomment des administrateurs indépendants subissent une hausse significative de leur performance.

⇒ L'ensemble des études présentées ci-dessus ne permet pas de conclure à un meilleur contrôle des dirigeants lorsque le conseil a une majorité d'administrateurs indépendants. Denis et McConnell (2003) concluent leur revue de littérature sur l'indépendance des

administrateurs en soulignant que leur présence n'influence pas la performance de l'entreprise, mais qu'elle permet une meilleure prise de décision quant à la rémunération, aux politiques d'acquisition et de révocation.

L'ambiguïté de ces résultats peut être expliquée par la diversité des besoins des entreprises. Certaines entreprises ont besoin de l'expertise et de l'information des administrateurs internes (Fama et Jensen (1983)). Ainsi, Coles, Daniel et Naveen (à paraître) observent que dans les entreprises où l'activité nécessite un savoir spécifique, le Q de Tobin[61] est relié positivement au nombre d'administrateurs internes.

2.1.2.2.4. La taille du conseil

La taille du conseil peut jouer sur l'efficacité de ses décisions et de son contrôle. La majorité de la littérature théorique s'accorde sur une plus grande efficacité des conseils de petite taille. Ils permettent de surveiller efficacement les managers et facilitent les prises de décisions. Au contraire, les conseils de grande taille limitent leur capacité à être réactif et à procéder à des changements efficaces. Trop d'administrateurs diminue l'implication du conseil dans les décisions stratégiques (Maati (1999)).

Lorsque le dirigeant est enraciné, l'effet théorique de la taille du conseil sur le contrôle effectué est discuté. Jensen (1993) pense que le dirigeant peut plus facilement manipuler un gros conseil qu'un petit. Maati (1999) souligne qu'un grand conseil rend difficile la formation d'un consensus favorable à l'adoption par le manager de mesures d'enracinement.

Etudes empiriques

La littérature empirique conforte majoritairement l'efficacité des petits conseils. Kini, Kracaw et Mian (1995) observent que suite à une OPA disciplinaire la taille du conseil d'administration diminue. Yermack (1996) montre que la taille du CA est reliée négativement à la valeur de l'entreprise. Maati (1998) met en évidence l'existence d'un lien négatif entre taille du conseil et performance des entreprises en France. Selon Singh et Davidson (2003), les petits conseils ont un effet positif limité sur les coûts d'agence et améliorent l'utilisation des actifs de la firme.

Cette efficacité des petits conseils est tempérée par l'étude de Helland et Sykuta (2005) qui montre qu'aux Etats-Unis, les firmes avec de gros conseils sont significativement moins traînées en justice par leurs actionnaires que celles avec de petits conseils.

[61] Le Q de Tobin est une mesure de la performance de l'entreprise et de la rentabilité de ses investissements. Un Q faible indique une performance faible. Nous reviendrons plus précisément sur cette mesure dans le Chapitre 5 – Section 2 – 2.1.3.1.

De plus, dans le cas d'entreprises complexes, un conseil étendu peut toutefois permettre d'accroître le potentiel d'expertise de l'organisation (Charreaux (1997b)). Coles et al. (à paraître) modélisent et testent ce point et montrent que les entreprises complexes tirent profit d'un conseil étendu : le Q de Tobin augmente avec la taille du conseil pour les firmes diversifiées, larges et avec un levier fort.

⇒ La littérature s'accorde globalement sur la préconisation d'un nombre limité d'administrateurs. Lipton et Lorsch (1992) proposent un nombre maximum de 8 ou 9 administrateurs et Jensen (1993) de 7 ou 8. Un nombre excessif d'administrateurs nuit généralement à l'efficacité du conseil, sauf dans le cas de firmes complexes ou diversifiées où il permet d'augmenter l'expertise du conseil.

Conclusion sur l'efficacité du conseil en tant que mode de gouvernance : Cette revue de littérature conclut à l'efficacité ambiguë du contrôle exercé par le conseil sur les dirigeants. Les deux leviers d'actions du conseil ont une efficacité limitée. La rémunération des dirigeants permet de les discipliner principalement via l'actionnariat du dirigeant. Cependant, à partir d'un certain niveau d'actionnariat, l'efficacité de ce levier diminue. Quant à la révocation du dirigeant, c'est un levier d'action qui intervient souvent trop tard et ne permet pas de discipliner au fur et à mesure le dirigeant.

Le rôle disciplinaire du conseil est favorisé par sa petite taille, par la présence de comités et dans une moindre mesure par la dissociation entre les fonctions de direction et de présidence du conseil. En revanche, il est difficile de conclure sur l'efficacité d'un conseil d'administration par rapport à un conseil de surveillance ou sur l'intérêt de la présence d'administrateurs indépendants.

Ces conclusions ont amené à parfois remettre en cause les formes actuelles des conseils. Jensen (1993) les juge trop lents et pas assez efficaces. Selon lui, au sein d'un conseil, la politesse prend le pas sur la franchise et la vérité ce qui empêche un contrôle efficace des dirigeants. L'efficacité limitée des conseils s'explique aussi par l'enracinement des dirigeants qui neutralise ce mode de gouvernance (Charreaux (1997a)).

L'efficacité du conseil est aussi limitée lorsque les managers sont des fondateurs de l'entreprise ou possèdent de larges participations dans l'entreprise (Morck et al. (1989)).

Selon Tirole (2006), les administrateurs sont plus efficaces pour révoquer les dirigeants non performants, que pour les empêcher d'extraire des bénéfices. Les politiques de distribution qui permettent de limiter les dépenses somptuaires des managers semblent donc être un mécanisme complémentaire de gouvernance.

2.1.3. Le personnel

Les employés sont intéressés à la survie de l'entreprise et même dans une certaine limite à sa performance, via leur rémunération. Selon Fama (1980), il existe un processus naturel au sein de l'entreprise de surveillance des managers entre eux, à des niveaux hiérarchiques inférieurs mais aussi supérieurs. Chaque responsable est concerné par les performances des autres responsables, en dessous et au dessus de lui, puisque son propre intérêt est lié à leur performance.
L'intérêt de la surveillance par les salariés découle du fait qu'ils disposent d'une information interne. Elle est certes parcellaire, mais peut être un outil dissuasif pour le dirigeant déviant (Maati (1999)). Le Maux (2004) souligne leur rôle pour limiter les bénéfices privés détournés par les actionnaires majoritaires.

La capacité des salariés à contrôler et surtout à discipliner des dirigeants hiérarchiquement supérieurs reste tout de même limitée. Ils ne disposent pas de leviers d'action directs pour contraindre un dirigeant malveillant et doivent se contenter de leviers indirects.
Ils ont la possibilité de faire intervenir un organisme extérieur qui exercera cette discipline (presse, autorité…). Ils peuvent aussi se grouper et élire des personnes qui les représenteront. Ces groupements disposent alors de plus de pouvoir. Par exemple, les salariés peuvent être représentés au conseil d'administration. Ils deviennent une source d'information interne intéressante pour les administrateurs et permettent l'exercice d'un certain contrôle.
Dans les conseils français, le rôle des salariés reste modéré. La loi impose uniquement la présence de deux membres du comité d'entreprise aux réunions du conseil (De Beaufort (2006)). En revanche, en Allemagne les conseils de surveillance des entreprises de plus de 2000 salariés doivent comporter une moitié de salariés. Leur pouvoir est alors extrêmement fort (Maati (1999)).

⇒ La surveillance exercée par les salariés est un mécanisme de gouvernance. Ils peuvent contrôler l'action des managers, mais leur pouvoir est limité et ne suffit pas à discipliner efficacement les dirigeants. De plus, le contrôle qu'ils exercent a pour but de défendre leurs propres intérêts, or ces derniers divergent de ceux des actionnaires. La surveillance du personnel est donc un mécanisme de gouvernance peu efficace dans une perspective actionnariale.

2.2. MECANISMES DE GOUVERNANCE EXTERNES

Etudions à présent les mécanismes de gouvernance externes : les marchés des actions, de la dette, du travail et des biens et services, ainsi que l'Etat.

2.2.1. Le marché des actions et des prises de contrôle

Le marché des actions est un mécanisme de gouvernance et de contrôle des dirigeants. Il permet de discipliner les managers via les offres publiques d'achat. De plus, les systèmes d'informations liés à ce marché facilitent le contrôle des dirigeants. Nous présentons successivement ces deux leviers.

Les offres publiques d'achat (OPA)

Dans le cas d'entreprises managériales, Manne (1965) note que le marché des prises de contrôle permet de protéger les intérêts des petits actionnaires. Il montre que si les managers gèrent moins bien l'entreprise que des managers alternatifs, une différence émerge entre la valeur actuelle de la firme et sa valeur potentielle. Plus cette différence est importante, plus des parties externes peuvent être motivées à prendre le contrôle de l'entreprise. En effet, les revenus que la nouvelle équipe pourra dégager de l'activité seront d'autant plus importants que la gestion actuelle est mauvaise. Scharfstein (1988) précise que si la faiblesse de la valeur de la firme ne s'explique pas par un comportement divergent du dirigeant mais par un environnement difficile, la probabilité d'une prise de contrôle s'affaiblit.

Ce risque d'un changement de contrôle incite les dirigeants à bien gérer la firme afin que la différence entre la valeur actuelle et la valeur potentielle soit trop faible pour motiver une OPA (Denis et McConnell (2003)).

Ainsi, à l'instar de la révocation du manager par le conseil, le risque d'une OPA incite le dirigeant à gérer dans le sens des intérêts des actionnaires. En dernier ressort, la prise de contrôle permet d'écarter un mauvais dirigeant.

Soutien empirique

Les études empiriques soutiennent globalement le rôle de gouvernance des prises de contrôle. Tout d'abord, les études montrent que les cibles des OPA disciplinaires sont généralement des firmes peu performantes (Palepu (1986), Morck et al. (1989), Martin et McConnel (1991)). De plus, le prix des actions réagit positivement à une OPA. Cela conforte l'idée que la prise de contrôle permet d'améliorer la gestion de la firme et donc sa capacité à dégager des bénéfices (Jensen et Ruback (1983), Martin et McConnel (1991)). Enfin, les études confirment que le

dirigeant de la firme rachetée est généralement révoqué quand la prise de contrôle est effective (Martin et McConnel (1991), Franks et Mayer (1996)).

Limites des OPA comme mécanismes de gouvernance

- Une première limite des prises de contrôle en tant que mécanisme de gouvernance est leur coût. Une OPA est coûteuse du fait des frais de mise en place, mais aussi du fait de la prime qui doit être offerte aux investisseurs pour pouvoir récolter leurs actions. Ainsi, une OPA ne peut servir qu'aux problèmes majeurs de performance d'une entreprise (Shleifer et Vishny (1997)).
- Les OPA peuvent être la résultante du conflit entre actionnaires et dirigeants et permettre un enracinement du dirigeant de la firme acheteuse. Afin d'augmenter son pouvoir, un dirigeant peut racheter coûteusement une autre entreprise plutôt que de rendre le cash aux actionnaires. Pour la firme rachetée, l'OPA ne constituera pas un mécanisme de gouvernance, car c'est un moyen pour les dirigeants de la firme acheteuse d'extraire plus de bénéfices privés (Shleifer et Vishny (1988), Shleifer et Vishny (1997), Denis et McConnell (2003)). Jensen (1993) montre d'ailleurs que dans les années 80, seule une faible proportion des prises de contrôle était à but disciplinaire.
- Enfin, une OPA ne peut être un mécanisme de gouvernance que pour une entreprise non contrôlée. Ainsi, le marché des OPA est actif aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, mais l'est beaucoup moins dans les autres pays où l'actionnariat est plus concentré (Maati (1999), Denis et McConnell (2003)). Même aux Etats-Unis, les offres publiques ont fortement ralenti depuis les années 90. Ceci s'explique par l'évolution de la législation (Maati (1999)) et par le fort lobbying des managers (Jensen (1993), Shleifer et Vishny (1997)).

⇒ Les prises de contrôle sont théoriquement un moyen efficace de gouvernance. Pourtant l'hostilité des législations, la concentration de l'actionnariat en Europe et le coût de telles opérations en font un instrument rarement utilisé et qui perd donc son rôle de prévention ou de correction des divergences des dirigeants.

Les systèmes d'informations

Le marché des actions est aussi un mécanisme de gouvernance via les relais d'information qui l'entourent. Ils permettent aux acteurs externes à l'entreprise de mieux appréhender la valeur réelle de la firme (Maati (1999)).

Par exemple, les analystes financiers fournissent de l'information aux actionnaires. Ils sont employés par les gestionnaires de portefeuille pour analyser l'information financière. Rémunérés, ils sont incités à collecter et à traiter l'information nécessaire à une évaluation

correcte des prix. Bien que disposant d'un rôle mineur selon Jensen et Meckling (1976), Maati (1999) remarque que les analystes financiers peuvent constituer un obstacle à l'enracinement des dirigeants. Cependant, la qualité de leurs analyses et le fait qu'ils ne s'intéressent qu'aux plus grosses capitalisations suscitent régulièrement des critiques.

Le rôle des analystes financiers est complété par celui des agences de notation sur le marché de la dette et par les médias. Ces systèmes d'informations permettent d'améliorer l'information du marché et facilitent la surveillance des managers, mais leur rôle reste limité.

2.2.2. Le marché de la dette et la surveillance par les créanciers

Les créanciers peuvent contrôler le comportement des managers et sont donc à ce titre un mécanisme de gouvernance. Nous ne nous intéressons pas ici au conflit entre créanciers et actionnaires, mais uniquement aux conflits entre actionnaires et dirigeants ou entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Nous étudions donc l'influence des créanciers sur les comportements divergents des managers et non pas la façon dont les créanciers défendent leurs intérêts.

La dette comme mécanisme de contrôle du comportement des dirigeants

En théorie, la dette est considérée comme un mécanisme disciplinant le comportement des dirigeants. Ce contrôle découle de différents éléments.

Le risque de faillite

Si l'entreprise est endettée, les managers doivent rembourser le capital emprunté et payer les intérêts de la dette, sinon le créancier peut mettre la firme en faillite (Jensen (1986)). Les managers de firmes endettées sont donc incités à assurer une bonne performance à l'entreprise afin de générer suffisamment de cash pour payer le créancier. En effet, la faillite de l'entreprise déclencherait pour le dirigeant une perte de son emploi, une frustration liée à cet échec et une détérioration de sa réputation. Le risque de banqueroute incite donc le dirigeant à limiter ses divergences (Jensen et Meckling (1976)).

Le risque d'ingérence du créancier dans les décisions de l'entreprise

Grâce au risque de cessation de paiement, le créancier peut faire pression sur les dirigeants et contrôler les décisions de politique financière (Shleifer et Vishny (1997)). Cette ingérence résulte en une perte de liberté et de latitude pour le manager. Cela l'incite de nouveau à ne pas disperser les liquidités de l'entreprise.

La diminution du risque de Free Cash Flow (FCF)

La dette sécurise le comportement des managers en les empêchant de disposer de trop de liquidités en excès (Jensen (1986)). Le FCF est le cash en excès dans l'entreprise après qu'elle ait financé tous ses projets d'investissement à VAN positive. Jensen (1986) note que ce FCF est un risque pour les actionnaires car il peut être dépensé par les managers à des fins personnelles ou dans des investissements à VAN négative. La présence de dette dans l'entreprise permet de diminuer le risque de FCF. Les managers doivent alors rembourser la dette, ce qui diminue mécaniquement le niveau des liquidités à leur disposition.

Jensen (1986) note que l'effet incitatif de la dette concerne principalement les entreprises avec beaucoup de cash et peu d'opportunités d'investissement ou les entreprises en difficulté pour lesquelles le risque de faillite est très présent.

⇒ Les décisions de structure financière appartiennent aux managers. Face au risque que représente l'endettement pour eux, ils peuvent être tentés de ne pas faire appel à la dette. Cependant, l'absence de dette dans une entreprise signale que le dirigeant ne cherche pas à maximiser la valeur de la firme. Cela entraîne une baisse de la valeur de l'entreprise (Jacquillat et Levasseur (1984)). Si le manager est incité à maximiser la valeur de l'entreprise du fait de sa rémunération ou de peur d'une OPA, il sera favorable à une structure endettée.

Influence de la forme de la dette

Selon le type de dette que l'entreprise va contracter, le contrôle ou l'incitation produite seront différents.

Influence de l'échéance de la dette

La dette à court terme a un effet disciplinant plus fort que la dette à long terme. Dans le cas d'une entreprise endettée à court terme, les managers devront renégocier plus régulièrement avec les créanciers, ce qui accroît la surveillance et refrène les comportements déviants de la direction (Shleifer et Vishny (1997), Maati (1999)).

Influence du type de créancier

Les créanciers importants ont davantage de motivation à surveiller les dirigeants étant donné l'importance de leurs créances dans la firme (Shleifer et Vishny (1997)). Ainsi, les banques n'offrent pas le même contrôle que les marchés car elles sont généralement plus impliquées que les obligataires du fait de la taille de leurs créances. Diamond (1984) modélise le rôle et les motivations de la surveillance exercée par les banques.

Selon les pays, la surveillance des créanciers est plus ou moins efficace. Shleifer et Vishny (1997) notent qu'au Japon et en Allemagne, le pouvoir des banques vis-à-vis des dirigeants est très fort. Les banques votent aux assemblées via les voix qu'elles récupèrent de leurs clients, elles siégent souvent aux conseils, elles jouent un rôle déterminant dans les prêts et enfin elles profitent d'un environnement légal très favorable. Dans les autres pays, le contrôle qu'elles exercent est moins efficace.

Les limites de la dette comme mode de gouvernance

Si la dette peut permettre de diminuer les coûts d'agence, elle peut aussi empêcher les entreprises d'investir dans de bons projets faute de pouvoir lever de nouveaux financements (Shleifer et Vishny (1997), Tirole (2006)). Lang, Ofek et Stulz (1996) montrent que l'effet de levier vient diminuer les investissements des firmes ayant peu de projets. Cette situation de sous investissement est contraire aux intérêts des actionnaires.

De plus, les risques que représente la faillite pour le dirigeant sont parfois minimes, diminuant par là leur effet incitatif. Aux Etats-Unis où le droit des faillites est très souple avec les managers, Gilson (1990) montre que près de la moitié des CEO sont encore présents à la tête de l'entreprise après une procédure de redressement judiciaire.

⇒ Malgré les limites présentées ci-dessus, on peut considérer que la présence de dette dans l'entreprise et l'ingérence des gros créanciers de l'entreprise permettent de contrôler le comportement des dirigeants. Un soutien empirique à l'efficacité de ce mécanisme de gouvernance peut être déduit des études réalisées sur les LBO[62]. Ces structures extrêmement endettées montrent une performance économique forte (voir Maati (1999)). Or selon Jensen (1986), la plupart des avantages du LBO sont liés à la fonction de contrôle de la dette sur le comportement des dirigeants.

2.2.3. Le marché du travail des managers

Le marché du travail permet un contrôle du comportement des dirigeants. La possibilité pour un manager d'être révoqué l'oblige à prendre en compte, lors de ses choix de comportement, l'évolution future de sa carrière. Pour cela, il doit songer à préserver sa réputation au sein de l'entreprise, mais aussi sur le marché externe du travail. Si le marché est efficient, les excès du manager seront alors limités (Fama (1980)). En effet, les bénéfices présents pouvant résulter d'un comportement opportuniste du dirigeant seront inférieurs aux pertes futures qu'il subira en

[62] Leverage Buy Out

terme d'emploi et de salaire. La pression de la concurrence sur le marché soumet le manager à une discipline constante pour ne pas être remplacé en interne ou en externe (Maati (1999)).
Le marché du travail permet aussi de limiter l'enracinement des dirigeants. Si une firme investit dans des actifs spécifiques, le savoir du dirigeant devient essentiel pour l'organisation et permet d'augmenter son enracinement. Cependant, il se crée alors une réputation sur le marché du travail qui est liée à ces actifs spécifiques et qui rend difficile l'obtention d'un nouvel emploi. Cela diminue son pouvoir de négociation et donc son enracinement (Paquerot (1997)).
En interne, la possibilité de progression de carrière ou de salaire permet de discipliner les membres de l'organisation. Ce marché interne a un rôle incitatif faible pour les dirigeants à la tête de l'organisation. Seul le risque de concurrents internes permet alors de discipliner le dirigeant (Maati (1999)).

Peu de tests empiriques existent sur le rôle disciplinaire du marché du travail sur les dirigeants. L'étude de Gilson (1990) qui s'intéresse au marché des administrateurs américains permet cependant de conforter les prédictions de Fama (1980). Elle montre que les administrateurs d'entreprises en cessation de paiement ou en restructuration détiennent significativement moins de mandats d'administrateurs après avoir quitté l'entreprise. Cela montre que le marché réagit efficacement aux mauvaises performances passées des candidats.

⇒ Le marché du travail exerce un contrôle sur les dirigeants des entreprises managériales (Fama (1980)), mais son pouvoir est certainement réduit dans les autres cas (Charreaux (1997b)).

2.2.4. Le marché des biens et services

Le marché des biens et services est considéré dans la théorie de l'agence comme un mécanisme de gouvernance qui permet de discipliner les managers.
Demsetz (1983) montre que sur un marché parfait et concurrentiel, les clients non satisfaits des prestations de l'entreprise ont toujours la possibilité de s'adresser à d'autres producteurs. Si le dirigeant accroît excessivement ses prélèvements sur la rente organisationnelle, cette ponction se fera au détriment des autres parties prenantes et va dégrader les conditions de l'échange entre les clients ou fournisseurs et l'entreprise. Ils iront alors contracter avec d'autres entreprises concurrentes ou détérioreront les termes du contrat aux dépens de l'entreprise. La réduction de la demande de produits à la firme ou le durcissement des conditions avec le fournisseur amputera les revenus de la firme et obligera le dirigeant à cesser ses prélèvements. Si l'entreprise est en situation de monopole, elle pourra se soustraire à la pression des marchés puisqu'elle ne craint

pas que ses clients ou fournisseurs se tournent vers d'autres firmes concurrentes en cas d'excès (Hart (1983)). L'efficacité du marché des biens et services comme mécanisme de gouvernance est d'autant plus importante que la spécificité des produits et l'asymétrie d'information sont faibles et que la concurrence est forte.

Il est difficile de tester empiriquement le pouvoir de discipline du marché. Cependant Tirole (2006) estime que la concurrence ne pourra jamais se substituer à une structure de gouvernance interne.

2.2.5. L'Etat

L'Etat est un acteur de la gouvernance des entreprises. Il cherche à assurer une protection des intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise, et plus particulièrement des investisseurs. Il surveille directement ou indirectement les agissements des dirigeants et vérifie le bon fonctionnement des marchés. Le contrôle exercé par l'Etat va de la surveillance effectuée via les commissaires aux comptes, à la mise en place d'organismes spécialisés comme l'Autorité des Marchés Financiers en France, en passant par l'édiction de lois qui permettent aux actionnaires de surveiller plus efficacement les dirigeants (Maati (1999)). Nous développons uniquement ce dernier exemple.

Les lois de protection des actionnaires

La loi et la qualité de son application déterminent les droits des actionnaires et la façon dont ces droits sont protégés. Selon les pays, la protection offerte à chaque actionnaire est plus ou moins forte. Les réglementations diffèrent quant aux obligations d'information des actionnaires, aux possibilités d'action en justice des actionnaires, aux mécanismes de vote en assemblée…

La Porta et al. (1998) examinent les droits des actionnaires dans 49 pays. Ils montrent que les pays de droit coutumier offrent une meilleure protection des investisseurs que les pays de droit civil français. Dans les pays de droit coutumier, les actionnaires ont plus de facilité à exercer leur pouvoir vis-à-vis des dirigeants. Ainsi, un actionnaire français est moins bien protégé contre les errances des dirigeants qu'un actionnaire américain. Les bénéfices privés détournés par les actionnaires dominants sont d'ailleurs plus importants, relativement à la valeur de l'entreprise, dans les pays de droit civil français que dans les pays de droit coutumier (Nenova (2003))[63].

[63] Voir Denis et McConnell (2003) pour une revue de littérature sur l'influence des lois sur les modes de gouvernance.

Cette classification des pays selon l'origine de leur droit a ses limites et ne rend que partiellement compte des différences entre pays. Par exemple, on peut s'interroger sur les pouvoirs des actionnaires aux Etats-Unis quant aux politiques de distribution. En effet, les politiques de distribution (rachat et dividende) sont décidées unilatéralement par le conseil d'administration aux Etats-Unis, alors qu'en France c'est l'assemblée générale des actionnaires qui valide ces décisions. L'actionnaire y a donc plus de pouvoir.

Conclusion et mise en avant des principaux mécanismes de gouvernance :

Cette présentation des mécanismes de gouvernance nous a montré la diversité des modes de contrôle du comportement des dirigeants. En interne, les dirigeants sont principalement surveillés par le *conseil d'administration* et par les *actionnaires*. En externe, c'est tout d'abord les règles édictées par l'*Etat* et sa capacité à les faire respecter qui garantira le respect des intérêts des actionnaires. C'est ensuite la logique du *marché* qui discipline les managers à travers leur crainte d'être révoqué et de ne pouvoir assurer la suite de leur carrière. Ces différents mécanismes permettent une surveillance variable du comportement des dirigeants.

Dans le cas de conflits entre actionnaires, seuls certains mécanismes vont permettre de défendre les intérêts des actionnaires minoritaires. Ainsi, la présence de *gros actionnaires externes* ou d'*association d'actionnaires minoritaires* va faciliter la surveillance de l'actionnaire dominant. De même, l'existence d'une législation favorable aux minoritaires et d'un contrôle efficace de *l'Etat* favorise le respect des minoritaires. Enfin, la présence de *dette* peut inciter les actionnaires dominants à limiter l'extraction de bénéfices privés.
Au contraire, le risque *d'OPA* disparaît et le *conseil d'administration* perd de son efficacité dès lors qu'un actionnaire dominant en prend le contrôle.

⇒ L'étude des mécanismes de gouvernance que nous venons de réaliser a pour objectif principal l'analyse des politiques de distribution comme instrument de régulation des conflits d'agence. Nous utiliserons les résultats de ces développements pour étudier les liens entre mécanismes de gouvernance et politique de distribution et comprendre la façon dont les politiques de distribution s'insèrent dans le système de gouvernance global d'une entreprise.

3. DIFFERENCES CULTURELLES ET LIENS ENTRE MODES DE GOUVERNANCE

La capacité des mécanismes de gouvernance à contrôler, surveiller et discipliner le manager ou l'actionnaire dominant est variable. Leur efficacité dépend du contexte dans lequel ils sont utilisés, mais aussi peut-être de l'utilisation cumulée d'autres mécanismes.
Afin de mieux comprendre ces relations, nous étudions maintenant l'influence du contexte culturel (au sens large) sur l'efficacité ou l'utilisation de ces mécanismes (3.1.), ainsi que l'interaction de ces mécanismes entre eux (3.2.).
Nous aurons alors un cadre conceptuel bien défini pour analyser comment les politiques de distribution s'intègrent au système de gouvernance d'une entreprise.

3.1. DIFFERENCES CULTURELLES EN MATIERE DE GOUVERNANCE

Dans la réflexion sur la gouvernance d'entreprise, De Beaufort (2006) note que l'influence du contexte culturel est essentielle. Les particularités réglementaires, politiques, économiques et même historiques d'un pays ont une influence certaine sur les systèmes de gouvernance des firmes. Elles déterminent l'importance que l'on accorde par exemple, à la concurrence et au rôle du marché, à la participation des actionnaires et au rôle des salariés… Ce contexte va avoir une influence sur les types de conflits qui vont émerger au sein de l'entreprise, sur l'efficacité des marchés ou de l'Etat à les réguler mais aussi sur la faculté ou la motivation des entreprises à mettre en place une structure de gouvernance interne.

Les études de Coffee (2001) et Doidge, Karolyi et Stulz (à paraître) sont deux illustrations de l'influence de ce contexte culturel sur le gouvernement d'entreprise. La première montre l'influence des normes sociales qui atténuent les comportements prédateurs des dirigeants et donc l'intensité des conflits d'agence. La seconde montre que la mise en place de mécanismes de gouvernance au niveau de la firme va dépendre du développement économique et financier du pays. Dans un pays peu développé, une entreprise ne mettra pas en place un système de gouvernance interne car les bénéfices qu'elle en tirerait ne dépasseraient pas les coûts d'implantation d'un tel système.

La prise en compte des différences culturelles entre pays ou régions permet de mettre en avant plusieurs systèmes de gouvernance à travers le monde. Des études ont tenté de classifier ces systèmes. Nous présentons ces typologies ci-dessous.

Les classifications des systèmes de gouvernance

Au travers de notre revue de littérature, nous avons observé des pratiques diversifiées de gouvernance d'entreprise selon les pays. Ces différences se situent à plusieurs niveaux :

- le développement plus ou moins fort des marchés financiers, l'importance relative des prises de contrôle hostiles, la concentration ou dispersion de l'actionnariat, l'existence ou non de participations croisées, le poids des investisseurs institutionnels ou de l'Etat;
- le niveau d'endettement des entreprises, l'importance relative des banques dans le capital ;
- l'horizon temporel court ou long des relations entre la firme et ses investisseurs ;
- la finalité de la firme de servir les intérêts des seuls actionnaires ou de plusieurs stakeholders.

Face à ces différences, des recherches ont tenté d'identifier les principaux systèmes de gouvernance à travers le monde. Plusieurs classifications ont été proposées :

- une typologie des systèmes selon leur finalité ;
- une typologie duale avec d'un côté les systèmes présents dans les pays anglo-saxons et de l'autre les systèmes germano-nippons ;
- et enfin, une différenciation des systèmes selon un critère déterminant : le niveau de protection des investisseurs.

Typologie selon les finalités de la firme :

Une première classification proposée par Yoshimori (1995) différencie les systèmes de gouvernance selon leur finalité. Cette typologie découle d'une étude réalisée auprès de dirigeants de 350 firmes allemandes, anglaises, américaines, françaises et japonaises. Le tableau ci-dessous en présente les conclusions.

Tableau 9 – Typologie de Yoshimori (1995)

Modèle japonais	**Modèle allemand et français**	**Modèle anglo-saxon**
Vision pluraliste de la firme qui appartient de manière implicite à tous les stakeholders.	« dualise » la théorie du gouvernement d'entreprise en scindant d'un côté les intérêts des salariés et de l'autre les intérêts des actionnaires	Répond à une vision « moniste » de la firme dans laquelle le principe de maximisation de la richesse des actionnaires prévaut.

Tableau issu de Montandrau (2004)

Typologies qui différencient les systèmes anglo-saxons, des systèmes germano-nippons :

La plupart des typologies opposent le modèle germano-nippon, au modèle anglo-saxon. Cette dissociation se justifie par deux différences majeures entre ces systèmes :

- l'identité de l'institution qui finance majoritairement les firmes : banque ou marché (Berglof (1990)) ;

- le type de mécanisme de gouvernance qui prévaut : interne ou externe (Franks et Mayer (1992) ou Moerland (1995)).

Charreaux (1997d) propose une synthèse de ces classifications dont nous présentons une partie dans le tableau ci-dessous.

Tableau 10 – Aperçu de la synthèse des typologies proposée par Charreaux (1997d)

	Système anglo-saxon **externe ou orienté marché**	**Système germano-nippon** **interne ou orienté réseaux**
Actionnaires	**Contrôle faible** - Capital diffus - Contrôle exercé principalement par des institutionnels - Objectifs à court terme	**Contrôle fort** - Capital concentré - Participation fréquente des banques - Contrôle exercé plutôt par des acteurs industriels et la banque principale - Structure de participations croisées - Perspective à plus long terme
Créanciers	**Contrôle passif** - endettement bancaire plus faible - endettement par le marché important - relations à plus court terme	**Contrôle actif** - endettement important et bancaire - relation de long terme
Salariés	**Contrôle faible**	**Contrôle fort** - représentation au conseil
Rôle du Conseil d'administration et des systèmes incitatifs	**Contrôle faible** - Conseil dominé par les dirigeants - Mode de rémunération normalement plus incitatif lié à la performance en termes de fonds propres	**Contrôle plus fort** - Conseil dominé par les principaux stakeholders. Présence banquiers et salariés - Système de rémunération moins incitatif
Changement des dirigeants	**Conflictuel, dépendant de l'enracinement** - par le marché des prises de contrôle - entraîne plus de manœuvre d'enracinement vis-à-vis de l'actionnariat - importance du marché externe des dirigeants	**Plus facile** - souvent négocié à l'intérieur du groupe - imposé de façon interne par les principaux stakeholders - importance du réseau des dirigeants.

Tableau issu de Charreaux (1997d)

Cette classification entre systèmes de gouvernance anglo-saxons et germano-nippons met en avant deux systèmes extrêmes à l'efficacité comparable. Cela pose le problème de la classification de tous les autres systèmes hybrides de gouvernance. Ni leur forme, ni leur efficacité ne sont étudiées. La dernière classification que nous présentons cherche à répondre à cette lacune.

Différenciation selon le niveau de protection des investisseurs :

La Porta et al. (2000b) remettent en cause l'intérêt de la différenciation présentée ci-dessus et proposent une approche par le droit. Selon eux, la typologie classique ne permet pas d'analyser de façon pertinente les différences entre pays. Beaucoup de pays ne peuvent être classés du fait de la mixité de leurs sources de financement ou du développement faible de leur marché financier et de leur système bancaire et aucun jugement de valeur n'est permis.

L'approche de La Porta et al. (2000b) complète donc la typologie précédente et s'intéresse au niveau de protection légale des investisseurs (créanciers et actionnaires) dans chaque pays. Selon eux, c'est le critère déterminant pour analyser l'efficacité d'un système de gouvernance. Un niveau de protection minimal est nécessaire pour développer un système de gouvernance efficace. Ils différencient donc en quelque sorte les bons systèmes de gouvernance, des systèmes insuffisamment protecteurs.

Shleifer et Vishny (1997) avaient déjà posé les bases de cette classification. Selon eux, un système de gouvernance efficace repose (en proportion variable) sur une bonne protection légale des investisseurs et sur la présence de gros investisseurs. Cependant, une bonne gouvernance n'est possible qu'à partir du moment où le droit offre une protection minimale des investisseurs. Selon les auteurs, seuls les pays anglo-saxons, l'Allemagne et le Japon peuvent prétendre avoir un bon système. Dans les autres pays, la protection légale des investisseurs est trop faible pour y prétendre.

Comparaison et évolution des systèmes de gouvernance

La coexistence de plusieurs systèmes de gouvernance à travers le monde pose plusieurs questions. Tout d'abord, existe-il un modèle supérieur ? Et ensuite, comment va évoluer la gouvernance dans les années à venir ?

Existe-il un modèle supérieur ?

Juger de la qualité d'un système de gouvernance nécessite de déterminer dans quelle mesure il protège les intérêts de ceux qu'il prétend défendre. Cette évaluation est délicate et le fait que la finalité des systèmes diverge rend d'autant plus difficile leur comparaison.

La position classique en théorie financière est de s'intéresser aux intérêts des actionnaires. Ce cadre facilite une comparaison des systèmes, mais ne permet pas de différencier les systèmes anglo-saxons et germano-nippons. Les chercheurs s'accordent en effet à leur reconnaître une efficacité comparable (Shleifer et Vishny (1997)). Comme le note Charreaux (1997d), chaque système présente simultanément des avantages et des inconvénients, ce qui justifierait la survivance de ces deux formes. Se pose alors la question des systèmes hybrides. Seule l'analyse de La Porta et al. (2000b) nous apporte un élément de réponse et nous propose de considérer ces systèmes comme inférieurs aux deux autres.

Evolution de la gouvernance

Etant donné la globalisation croissante de nos économies et l'importance grandissante des notions de gouvernance, il est normal de s'intéresser à l'évolution de ces systèmes.

Aoki (1995) décrit quatre types d'évolution possibles[64] :

- une convergence lente des deux modèles ;
- la disparition d'un modèle au profit de l'autre ;
- la disparition des modèles existants au profit d'un modèle hybride qui aurait emprunté à chaque modèle ;
- la non évolution, avec la persistance de deux modèles distincts.

Denis et McConnell (2003) soutiennent l'hypothèse d'une convergence vers le modèle anglo-saxon. Ils observent l'influence des codes de bonnes pratiques de gouvernance sur les pratiques des entreprises et remarquent que dans beaucoup de pays ces codes sont cohérents avec une convergence des systèmes vers un modèle anglo-saxon.

Au contraire, Khanna, Kogan et Palepu (2006) prédisent plutôt une lente évolution vers un modèle hybride. Ils analysent l'évolution des modes de gouvernance au sein de 37 pays et montrent une convergence des lois entre groupes de pays économiquement dépendants. Ils notent que cette convergence ne tend pas vers l'adoption du modèle anglo-saxon. En revanche, ils ne trouvent pas de preuve d'une convergence entre pays dans la mise en œuvre de ces systèmes de gouvernance.

⇒ La recherche sur la gouvernance et les modes de gouvernance des entreprises a beaucoup évolué depuis une dizaine d'années. Pour autant, elle continue à s'interroger sur l'existence d'un système optimal et ses modes d'évolution.

[64] Sur la base de l'existence des deux modèles anglo-saxons et germano-nippons.

3.2. LIEN ENTRE MODES DE GOUVERNANCE : SUBSTITUTION OU COMPLEMENTARITE ?

La revue de littérature présentée ci-dessus a montré l'existence de plusieurs mécanismes de gouvernance à l'efficacité variable. Des liens sont présumés entre ces différents mécanismes. La détermination ou la discussion de la nature de ces liens facilitera l'étude des interactions entre politique de distribution et mécanismes de gouvernance, que nous réaliserons dans le chapitre suivant. Deux hypothèses sont mises en avant par la littérature.

D'un côté l'hypothèse de substitution prétend qu'un consensus est recherché entre les coûts et les bénéfices de chaque outil. Ainsi, l'existence ou la mise en œuvre d'un mécanisme de gouvernance va diminuer la probabilité de l'utilisation d'un autre mécanisme coûteux.

De l'autre, l'hypothèse de complémentarité suppose que l'utilisation de plusieurs mécanismes est nécessaire pour diminuer les coûts d'agence au sein d'une entreprise. La présence d'un mécanisme va alors faciliter l'utilisation d'un autre mécanisme.

Etant donné le manque d'éléments théoriques sur ce sujet, nous proposons une discussion sur la nature de ces liens.

Complémentarité des mécanismes

Le principal argument qui permet de supposer une complémentarité des mécanismes entre eux est leur efficacité modérée. Un seul mécanisme quel qu'il soit ne suffira jamais à contrôler efficacement les dirigeants ou les actionnaires majoritaires. Il est donc nécessaire de compléter l'action d'un mécanisme par l'utilisation d'un autre mécanisme. Par exemple, La Porta et al. (1998), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et al. (2000a) et La Porta et al. (2000b) montrent une complémentarité entre le rôle de législateur de l'Etat et les autres mécanismes de gouvernance. Sans une législation qui protège les investisseurs, ni les actionnaires, ni les créanciers, ni le marché des prises de contrôle ne peuvent prétendre être un instrument disciplinaire efficace. Ils montrent aussi que la gouvernance par les marchés d'actions est souvent complétée par celle de la dette : les pays où les marchés de capitaux sont les plus développés sont aussi ceux où les entreprises contractent le plus de dettes.

La littérature souligne aussi la nécessité de la présence de certains mécanismes pour inciter les dirigeants à mettre en place en interne d'autres mécanismes de contrôle. Par exemple, Jacquillat et Levasseur (1984) montrent le rôle de la rémunération du dirigeant ou du marché des prises de contrôle pour pousser le manager à contracter des dettes. Enfin, la surveillance cumulée de plusieurs détenteurs de blocs permet de limiter l'extraction de bénéfices privés par la coalition de contrôle. De Miguel, Pindado et De La Torre (2005) confirment empiriquement l'efficacité

accrue en terme de performance de l'entreprise, de l'utilisation cumulée de plusieurs mécanismes de gouvernance.

⇒ Afin d'améliorer le contrôle exercé sur les dirigeants ou sur la coalition de contrôle, il est parfois utile d'utiliser plusieurs mécanismes de gouvernance et d'ainsi compléter leur action.

Substitution des mécanismes

L'hypothèse de substitution se justifie elle aussi théoriquement. Certains mécanismes de gouvernance se substituent aux autres du fait de leur coût ou de leur inefficience lorsque d'autres mécanismes sont en œuvre.

- Certains mécanismes sont très coûteux et ne seront utilisés que pour pallier aux lacunes des autres mécanismes. Par exemple, la prise de contrôle hostile d'une entreprise est un mécanisme qui se substitue à un conseil d'administration déficient. Le coût d'une OPA fait qu'elle n'est mise en œuvre que lors de la défaillance des autres systèmes (Denis et McConnell (2003)).
Tirole (2006) remarque la substitution relative entre les deux leviers d'actions du conseil. La rémunération des dirigeants est limitée lorsque le risque de révocation suffit à motiver le dirigeant. Au contraire, lorsqu'un dirigeant approche de la retraite, il faut compenser la baisse de son risque de révocation par un supplément de rémunération. Rediker et Seth (1995) montrent la substitution entre actionnariat interne et la présence d'administrateurs indépendants.

- De même, certains mécanismes de gouvernance sont par nature substituables.
Ainsi, la présence d'un actionnaire dominant empêche la surveillance du marché des prises de contrôle. Dans les pays anglo-saxons, le marché des prises de contrôle est un moyen important de gouvernance des dirigeants alors que son poids est faible dans les pays où l'actionnariat est concentré (Denis et McConnell (2003)). De même, la présence d'un actionnaire dominant ou enraciné inhibe le fonctionnement du conseil d'administration (Charreaux (1997a)) qui doit être remplacé par d'autres mécanismes tels que la mise en place d'une législation favorable aux actionnaires minoritaires ou une surveillance accrue des créanciers.

⇒ Les liens entre mécanismes de gouvernance sont complexes. Certains outils se substituent entre eux, du fait de leur coût ou de leur difficulté de mise en œuvre. Au contraire, certains mécanismes ont besoin de la présence d'autres mécanismes pour pouvoir être mis en place.

La forme du système de gouvernance d'une entreprise va donc dépendre des conflits en présence, des mécanismes mis en œuvre et du contexte culturel.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux apports de ce chapitre. Ces éléments serviront de base au Chapitre 3 où nous étudierons les politiques de distribution comme mécanismes de gouvernance.

Tableau 11- Synthèse des caractéristiques des mécanismes de gouvernance

++ : efficacité forte du mécanisme pour résoudre le conflit ; + : efficacité moyenne du mécanisme pour résoudre le conflit ; - : aucune efficacité du mécanisme.

MECANISMES DE GOUVERNANCE			DESCRIPTION	EFFICACITE EMPIRIQUE		REMARQUES
				CONFLIT ACT / DIR	CONFLIT MAJ / MIN	
INTERNES		**Gros Actionnaires**	Les gros actionnaires ont la motivation et les moyens pour contrôler les dirigeants ou l'actionnaire de contrôle.	+ +	+ / -	- L'efficacité du contrôle dépend de l'identité de l'actionnaire. Les institutionnels sont capables d'une surveillance accrue, cependant en France leur rôle est limité. - Contrôle ambigu du 2nd actionnaire sur l'actionnaire de contrôle : le 2nd peut parfois s'associer à lui pour obtenir des bénéfices privés.
	Conseil administration	**Stock–options et actionnariat dirigeant**	Les stock-options ou l'actionnariat des dirigeants alignent les intérêts des managers et des actionnaires	+ +	-	Au-delà d'un niveau de détention, le manager n'est plus incité par les stock-options ou par une augmentation de son actionnariat.
		Révocation	Le risque de révocation du dirigeant l'incite à ne pas avoir de comportement divergent	+	-	La révocation intervient souvent trop tard : elle permet de se débarrasser des mauvais dirigeants, mais moins de corriger leur comportement
		CA efficace	Certaines caractéristiques du conseil améliorent son efficacité à contrôler le manager et parfois l'actionnaire majoritaire :			En présence d'un actionnaire de contrôle, le CA a très peu de pouvoir. S'il est petit, il est plus facilement manipulable par l'actionnaire majoritaire. Il existe des limites à l'intérêt de la dissociation des pouvoirs dans les petites entreprises. De plus, l'effet de la présence d'administrateurs indépendants est ambigu.
			- s'il est de petite taille	++	-	
			- si ses administrateurs sont indépendants	+	+	
			- s'il y a une dissociation entre le président et le directeur	+	+	
			- s'il existe des comités	++	+	

MECANISMES DE GOUVERNANCE		DESCRIPTION	EFFICACITE EMPIRIQUE		REMARQUES
			CONFLIT ACT / DIR	CONFLIT MAJ / MIN	
EXTERNES	**Marché des prises de contrôle**	Le risque qu'a le dirigeant de se faire révoquer suite à une OPA l'incite à gérer dans le sens des actionnaires	++	-	- Dans la majorité des pays, le marché des prises de contrôle est trop peu dynamique pour contrôler les dirigeants efficacement. - Une OPA peut être la résultante de l'enracinement du manager de la firme acheteuse.
	Dette	- Le risque de révocation lié à une faillite incite les managers à gérer dans le sens des actionnaires - La dette diminue le FCF - La dette permet une surveillance par les gros créanciers	++	++	
	Marché du Travail	Les comportements divergents du manager sont limités par le fait que cela lui diminue ses chances de trouver un autre emploi.	+	-	
	Marché des Biens & Services	Les comportements divergents du manager diminuent la performance de l'entreprise par rapport à ses concurrents et augmente le risque de faillite et de révocation. Ce qui incite le manager à minimiser ses divergences.	+	+	
	Législation favorable aux actionnaires	La législation renforce les droits des investisseurs et leurs moyens de contrôle.	++	++	

CONCLUSION DU CHAPITRE 2 - POLITIQUES DE DISTRIBUTION ET GOUVERNANCE

Les politiques de distribution sont une des grandes énigmes de la théorie financière. Leur utilité et leur forme sont difficilement compréhensibles. La voie de recherche que nous avons choisie consiste à analyser ces politiques comme une conséquence de la présence de conflits d'agence au sein de l'entreprise. Cela nous a poussé à étudier les différents conflits d'agence et les mécanismes permettant de les réguler, afin de pouvoir ensuite étudier leur relation avec les politiques de distribution.

Théoriquement, la politique de distribution est influencée par la présence de plusieurs conflits d'agence : conflits entre actionnaires et dirigeants, entre actionnaires majoritaires et minoritaires, entre actionnaires et créanciers ou entre actionnaires et salariés.
Faute d'influence réelle du conflit avec les créanciers et de modélisation théorique suffisante du conflit avec les salariés, nous nous intéressons uniquement aux conflits entre actionnaires et dirigeants et entre actionnaires majoritaires et minoritaires.
La politique de distribution peut alors être comprise comme un mécanisme de gouvernance et sert à modérer l'intensité de ces deux conflits.

Pour mieux comprendre l'utilisation des politiques de distribution comme instrument de gouvernance, il est nécessaire de s'intéresser aux mécanismes alternatifs de régulation des conflits. La littérature souligne l'existence de nombreux instruments de gouvernance et étudie leur efficacité selon les conflits.
-**Dans le cas de conflit entre actionnaires et dirigeants**, les dirigeants sont principalement surveillés en interne par le *conseil d'administration* et par les *actionnaires*. En externe, c'est tout d'abord les règles édictées par l'*Etat* et sa capacité à les faire respecter qui garantira le respect des intérêts des actionnaires. C'est ensuite la logique du *marché* qui discipline les managers à travers leur crainte d'être révoqués et de ne pouvoir assurer la suite de leur carrière.
- **Dans le cas de conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires**, seuls certains mécanismes vont permettre de défendre les intérêts des actionnaires minoritaires. La présence d'*actionnaires externes importants* ou d'*association d'actionnaires minoritaires* va faciliter la surveillance de l'actionnaire dominant. De même, l'existence d'une législation favorable aux minoritaires et d'un contrôle efficace de *l'Etat* favorise le respect des minoritaires. Enfin, la

présence de *dette* peut inciter les actionnaires dominants à limiter l'extraction de bénéfices privés.
Au contraire, le risque *d'OPA* disparaît et le *conseil d'administration* perd de son efficacité dès lors qu'un actionnaire dominant en prend le contrôle**.**

Ces mécanismes s'influencent les uns les autres. Ils se substituent lorsque la mise en œuvre d'un mécanisme entraîne une surveillance suffisante de l'agent et s'il n'est pas nécessaire d'engager d'autres coûts de surveillance. Ils se complètent lorsque la présence d'un mécanisme facilite la mise en place d'un autre et si la surveillance est accrue par l'utilisation de plusieurs instruments. Ces relations évoluent selon les pays et les conflits.

Quelle place pour les politiques de distribution ?
La description et l'analyse des systèmes de gouvernance posent alors la question de la place des politiques de distribution dans ces systèmes et de l'interaction de ces politiques avec les mécanismes de gouvernance alternatifs.

Le chapitre suivant a pour objectif d'expliciter les mécanismes par lesquels les distributions peuvent jouer un rôle de gouvernance, d'analyser la façon dont ces politiques s'insèrent dans le système de gouvernance global d'une entreprise et enfin de comprendre précisément le rôle du dividende et du rachat.

CHAPITRE 3 – LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION COMME MECANISME DE GOUVERNANCE

L'utilité des politiques de distribution de liquidités aux actionnaires est une des grandes énigmes de la théorie financière. La théorie de l'agence, par la prise en compte des intérêts divergents entre actionnaires et dirigeants, offre une explication théorique intéressante au « *dividend puzzle* ». Les politiques de distribution y sont considérées comme des mécanismes de régulation des conflits d'agence et trouvent ainsi une justification théorique. Cependant, l'explication des montants et des formes de distribution reste trop imparfaite.

Plusieurs voies de recherches semblent prometteuses pour améliorer la compréhension de ces politiques. Tout d'abord, il est intéressant d'élargir les modèles théoriques classiques à la prise en compte du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires et d'analyser le rôle de la distribution dans ce cadre. Ensuite, il est essentiel de comprendre comment la distribution, en tant que mécanisme de régulation des conflits, s'insère dans un système de gouvernance et interagit avec les mécanismes en action. Enfin, il est nécessaire d'identifier les variables externes qui poussent à l'utilisation soit du rachat, soit du dividende.

Ces voies de recherche sont étudiées dans ce chapitre.
Dans la Section 1, après avoir présenté les modèles théoriques classiques, nous analysons les politiques de distribution dans le cadre du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.
Dans la Section 2, nous présentons, structurons et analysons la littérature sur les relations entre distribution et mécanismes de gouvernance internes et externes.
Ces différentes analyses nous mènent à la proposition de plusieurs hypothèses théoriques. Elles concernent l'influence des conflits d'agence et de leurs déterminants sur les politiques de distribution, ainsi que les relations entre distributions et variables d'actionnariat ou mécanismes de gouvernance.
Enfin, dans la Section 3, nous cherchons à éclairer le choix de l'instrument de distribution. A travers les recherches existantes et en cohérence avec le cadre théorique de l'agence, nous analysons comment les différences entre dividende et rachat peuvent expliquer leur utilisation respective. Cette analyse nous amène à proposer plusieurs hypothèses sur l'influence de variables comme la fiscalité de l'actionnaire principal, les stock-options ou la permanence des revenus, sur le choix de l'instrument de distribution.

Dans le cadre de l'étude des politiques de distribution, les différentes propositions faites dans ce chapitre complètent l'avancée théorique permise par la théorie de l'agence et perfectionnent les modèles existants.

Afin de vérifier le potentiel explicatif de ces hypothèses, nous les testerons ensuite empiriquement dans la Partie 2 de cette thèse. Pour cela, nous nous intéresserons au marché français qui a fait l'objet de peu d'études dans ce domaine et qui offre une alternative intéressante au traditionnel terrain anglo-saxon.

SECTION 1. EFFET DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION SUR LES CONFLITS D'AGENCE

Les théories du signal et de la clientèle fiscale considèrent que le comportement des managers est aligné sur les intérêts des actionnaires. La prise en compte des conflits d'agence entre ces acteurs ouvre la voie à de nouvelles explications au *dividend puzzle*.

Plusieurs auteurs ont modélisé le rôle des distributions (et plus particulièrement du dividende) dans la résolution des conflits d'agence :

- Easterbrook (1984) et Rozeff (1982) explicitent les mécanismes par lesquels la distribution permet une surveillance accrue des marchés et une augmentation du niveau de risque financier de l'entreprise ;
- Jensen (1986) montre que la distribution de liquidités permet de diminuer les flux à la discrétion du manager et donc le risque d'expropriation des actionnaires;
- Enfin, Shleifer et Vishny (1986) et Allen et al. (2000) modélisent la façon dont le dividende permet de compenser ou d'attirer des gros investisseurs capables de contrôler efficacement les managers.

Ces modèles et leur soutien empirique sont présentés successivement dans les trois premiers paragraphes. Ces théories expliquent comment une distribution de liquidités peut diminuer les coûts d'agence liés au conflit entre actionnaires et dirigeants. En dernier lieu, nous élargirons ce cadre et discuterons du rôle des distributions dans la résolution du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires (4.).

Tableau 12 – Présentation des trois modèles explicatifs des politiques de distribution dans le cadre théorique de l'Agence

	Effet théorique de la distribution sur le conflit entre actionnaires et dirigeants	Soutien empirique	Paragraphe	
			Effet théorique	Soutien empirique
Modèle d'Easterbrook (1984) et Rozeff (1982)	- La distribution diminue les liquidités et oblige les dirigeants à se refinancer. Elle permet donc une surveillance accrue des marchés. - Elle entraîne aussi une augmentation du niveau de risque financier de l'entreprise.	- Fort - Faible	(1.1.)	(1.2.)
Modèle de Jensen (1986)	La distribution diminue les flux à la discrétion du dirigeant et minore donc le risque d'expropriation des actionnaires.	Fort	(2.1.)	(2.2.)
Modèle de Shleifer et Vishny (1986) et Allen et al. (2000)	Le dividende permet de compenser ou d'attirer des gros investisseurs capables de contrôler efficacement les dirigeants.	Faible	(3.1.)	(3.2.)

1. LE MODELE D'EASTERBROOK (1984) ET DE ROZEFF (1982)

1.1. PRESENTATION DU MODELE

Rozeff (1982) est le premier auteur à faire l'hypothèse d'un lien entre coûts d'agence et politique de distribution. Il modélise la détermination du niveau optimal de dividende grâce à la minimisation des coûts de transaction et d'agence. Cependant, il faudra attendre l'article d'Easterbrook (1984) pour que soient explicités les mécanismes par lesquels le dividende influence les coûts d'agence.

Easterbrook (1984) démontre que la distribution de dividende diminue les coûts d'agence de deux façons : elle engendre une surveillance accrue du comportement des dirigeants par les marchés et elle lutte contre l'aversion au risque des dirigeants.

La surveillance des marchés

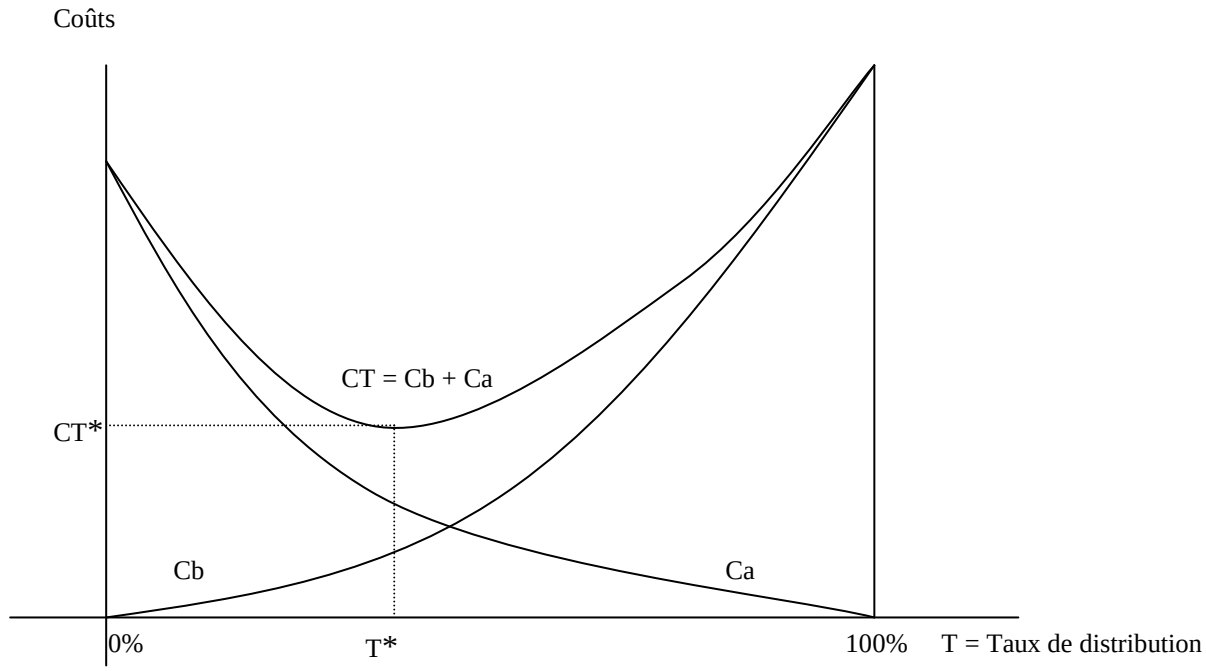
Le versement d'un dividende régulier permet de diminuer les coûts de surveillance engagés par les actionnaires. En effet, il diminue l'autofinancement de la firme ce qui pousse le manager à lever des capitaux sur les marchés. Le manager est alors confronté régulièrement au contrôle des nouveaux investisseurs. Cette surveillance est plus efficace que celle exercée par les actionnaires actuels qui sont dispersés et peu enclins à engager des coûts de surveillance. En effet, les

nouveaux investisseurs, créanciers ou actionnaires, ne fourniront pas l'entreprise en capitaux sans information précise sur les projets d'investissement de la firme. Le recours au marché améliore donc la qualité de l'information sur la gestion de la firme. De plus, le fait de devoir lever des capitaux incite le manager à avoir un comportement cohérent avec les intérêts des nouveaux investisseurs.

Easterbrook (1984) note que ce schéma est en accord avec le fait que les entreprises lissent leur dividende, puisque cela engendre un contrôle régulier des marchés. De même, ce modèle explique que les entreprises en croissance qui ont régulièrement besoin de financement, distribuent peu de dividende. Enfin, il justifie le fait qu'une entreprise puisse distribuer et se refinancer en même temps.

Rozeff (1982) remarque que la distribution de dividende a un coût lié à l'émission de titres sur le marché. Il montre que l'existence de coûts de transaction permet de définir un niveau optimal de dividende. Deux mécanismes s'opposent : d'un côté, le versement de dividende permet de diminuer les coûts d'agence, de l'autre, le recours au marché entraîne des coûts de transaction.

Figure 2– Modèle de Rozeff (1982) de détermination du taux de dividende optimal



Total des coûts d'agence et de transaction (CT) en fonction du pourcentage de revenus distribués (T).
Ca = coûts d'agence associés aux capitaux externes. Cb = coûts de transaction associés au financement externe. CT* = coûts minimums totaux associés à un taux de distribution optimal T*.
Ca, Cb et donc CT* et T* varient pour chaque entreprise.

Selon Rozeff (1982), le niveau des coûts d'agence dépend de la présence d'autres mécanismes de gouvernance et les coûts de transaction varient selon le risque opérationnel et financier de l'entreprise. Le niveau optimal du dividende pour chaque firme peut être déduit de la Figure 2.

Le risque financier de l'entreprise

Selon Easterbrook (1984), la distribution de liquidités permet aussi de limiter les coûts liés à l'aversion du manager pour le risque[65]. Le niveau de risque de la firme peut être augmenté en modifiant les projets d'investissement ou en altérant le ratio d'endettement.

Or, le versement de dividende provoque un ajustement du ratio dette / capital et évite donc les transferts de richesse des actionnaires vers les créanciers. Easterbrook (1984) propose un exemple chiffré qui illustre simplement ce point.

Une firme possède un capital initial de 100 composé de 50 de fonds propres et 50 de dettes. Elle investit ces 100 dans un projet et gagne 100. Son capital est maintenant de 200, composé de 150 de fonds propres et 50 de dettes. Les créanciers ont désormais un risque de non remboursement beaucoup plus faible qu'au début et reçoivent un intérêt supérieur au risque réel qu'ils encourent. La situation peut être corrigée et ramenée à l'identique de la précédente en distribuant un dividende de 50 financé par dette. Le capital est alors de nouveau composé de moitié de dettes et de moitié de fonds propres.

Spécification des cas où le dividende est utilisé pour contrôler les coûts d'agence : modèle de Noronha, Shome et Morgan (1996)

Easterbrook (1984) suggère qu'il existe une substitution entre les différents mécanismes de contrôle des coûts d'agence. L'existence d'un mécanisme au sein de l'entreprise rend moins probable l'utilisation du dividende. De plus, il note que certaines firmes, pour financer leur croissance, sont amenées à faire régulièrement appel au marché, qu'elles versent des dividendes ou pas.

Noronha et al. (1996) en concluent que, pour certaines firmes, la distribution de dividende n'est pas motivée par un contrôle des coûts d'agence. Ils font l'hypothèse que l'utilisation du dividende comme mécanisme de contrôle va dépendre des opportunités de croissance des firmes et de l'utilisation qu'elles font d'autres mécanismes de contrôle. Le dividende est un mécanisme de gouvernance dans les entreprises en faible croissance avec peu d'autres mécanismes de régulation des conflits.

[65] Voir le Chapitre 2 – Section 1 – 2.1 pour une présentation des différences entre actionnaires et dirigeants quant à l'aversion au risque.

Cette réflexion est résumée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 13 – Caractéristiques des firmes et utilisation du dividende pour contrôler les coûts d'agence

	Forte utilisation de mécanismes de contrôle alternatifs	Faible utilisation de mécanismes de contrôle alternatifs
Forte croissance	Dividende n'est pas utilisé comme outil de contrôle	Dividende n'est pas utilisé comme outil de contrôle
Faible croissance	Dividende n'est pas utilisé comme outil de contrôle	Dividende est un outil de contrôle

Tableau adapté de Noronha et al. (1996, page 444)

⇒ La distribution de liquidités diminue les coûts d'agence liés au conflit entre actionnaires et dirigeants en permettant une surveillance accrue des marchés et en augmentant le niveau de prise de risque de la firme (Easterbrook (1984)). Ce mécanisme concerne principalement les firmes en faible croissance et sans autres mécanismes de gouvernance (Noronha et al. (1996)).

Ces modèles justifient de façon pertinente la présence de dividende, mais peinent à expliquer pourquoi le rachat d'actions, plus faiblement imposé, ne lui est pas préféré.
De plus, en faisant l'hypothèse d'une substitution entre mécanismes de gouvernance, il devient difficile de comprendre comment les managers sont incités à distribuer. Ces modèles ne permettent pas de comprendre ce qui pousse un manager averse au risque à s'endetter pour distribuer et à se confronter à la surveillance des marchés.

1.2. TEST EMPIRIQUE DU MODELE

Cette partie présente les résultats des tests empiriques des modèles de Easterbrook (1984), Rozeff (1982) et Noronha et al. (1996). Easterbrook (1984) souligne les difficultés à tester leurs hypothèses, mais propose tout de même plusieurs voies. Nous suivons ce chemin pour notre présentation.

- Dans le modèle d'agence, le dividende est utilisé pour obliger la firme à se refinancer régulièrement sur les marchés. L'observation empirique confirme ce point en montrant l'existence de firmes qui distribuent et se refinancent en même temps (voir par exemple Johnson (1995)). L'annonce d'une distribution de dividende par une firme qui se refinance sur le marché

entraîne une appréciation du cours plus forte que pour les entreprises qui distribuent sans se refinancer (Born et Rimbey (1993)).

- Selon Easterbrook (1984), une entreprise en croissance se refinance régulièrement sur les marchés et a donc moins besoin de la discipline imposée par le dividende. Les tests empiriques confirment que les firmes en croissance distribuent moins (Rozeff (1982), Lloyd, Jahera et Page (1985), Dempsey et Laber (1992), Moh'd, Perry et Rimbey (1995), La Porta et al. (2000a)).

L'étude de Johnson (1995) soutient aussi cette hypothèse : il montre que les firmes en forte croissance font régulièrement appel au marché quel que soit leur niveau de dividende. En revanche, les firmes en faible croissance ne vont régulièrement sur le marché que si elles distribuent des dividendes importants.

- Pour Easterbrook (1984), le dividende est distribué afin de forcer les managers à se refinancer régulièrement sur les marchés. La distribution doit donc être régulière et assez stable. La corrélation du dividende avec les revenus présents n'est donc pas parfaite. La mise en avant par Lintner (1956) du lissage des dividendes et de l'utilisation d'un ratio cible - qui affaiblit la corrélation du dividende avec les revenus présents – est cohérente avec le modèle d'Easterbrook (1984).

- Le modèle d'Easterbrook (1984) prétend que la corrélation entre la distribution et les revenus passés ou présents doit être plus forte que la corrélation avec les revenus futurs. Pour éviter un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers, tout bénéfice réalisé et non anticipé doit être distribué. Comme nous l'avons vu au Chapitre 1, les tests empiriques de la théorie du signal ont montré que le dividende semble davantage lié aux revenus passés et présents qu'aux revenus futurs de l'entreprise (De Angelo et al. (1996), Benartzi et al. (1997), Garrett et Priestley (2000), Grullon et al. (2002), Grullon et al. (2005), Lie (2005b)).

- Le dividende est un mécanisme de contrôle des coûts d'agence coûteux. Easterbrook (1984) et Rozeff (1982) font donc l'hypothèse qu'en présence d'autres mécanismes de contrôle, son utilisation sera modérée. Nous reviendrons dans la Section 2 sur la nature du lien entre mécanismes de gouvernance et distribution : substitution ou complémentarité.

Au-delà de ce débat, l'existence d'un lien, quel que soit son sens, offre un soutien au fait que la distribution est un outil de gouvernance. En effet, si la distribution n'en est pas un, elle ne sera pas liée aux mécanismes de contrôle des coûts d'agence.

Rozeff (1982), Lloyd et al. (1985), Dempsey et Laber (1992), Moh'd et al. (1995) et de Chen et Steiner (1999) soutiennent l'hypothèse d'agence. Leurs études montrent l'influence négative sur

le taux de distribution du niveau d'actionnariat interne qui est considéré comme un outil d'alignement du comportement du dirigeant sur les intérêts des actionnaires dans les entreprises managériales. Calvi-Reveyron (1998) confirme ces résultats pour la France. Rozeff (1982), Lloyd et al. (1985), Dempsey et Laber (1992) et Moh'd et al. (1995) mettent aussi en avant un lien positif entre la dispersion de l'actionnariat[66] et le niveau du dividende.

De nombreux autres articles confirment également l'existence d'un lien entre distribution et mécanismes de gouvernance (Lambert, Lanen et Larcker (1989), Jensen, Solberg et Zorn (1992), Smith et Watts (1992), Agrawal et Jayaraman (1994), Crutchley, Jensen, Jahera et al. (1999), La Porta et al. (2000a), Stouraitis et Wu (2004), Oswald et Young (2005)…). Nous présenterons ces articles en Section 2, lors de l'étude des relations entre distribution et mécanismes de gouvernance.

En conclusion, ces études apportent un soutien empirique à l'hypothèse d'agence en montrant l'existence de liens entre mécanismes de contrôle et distribution.

- Rozeff (1982) suppose que la détermination du niveau optimal de distribution dépend des coûts d'agence et des coûts de transaction. La distribution doit donc être négativement corrélée aux coûts de financement sur les marchés.

Crutchley et Hansen (1989) montrent que le niveau des dividendes est influencé par les coûts associés à l'émission d'actions nouvelles. De même, Rozeff (1982), Lloyd et al. (1985), Dempsey et Laber (1992) et Moh'd et al. (1995) confirment l'influence négative des coûts de transaction (mesurés par le niveau de croissance passée et future et le risque de l'entreprise) sur le dividende.

Enfin, Noronha et al. (1996) testent et confortent leur modèle. Ils montrent que l'actionnariat interne et la concentration du capital n'ont aucune influence sur le niveau des dividendes dans l'échantillon des entreprises en forte croissance et/ ou utilisant d'autres mécanismes de gouvernance. En revanche, pour les entreprises en faible croissance et ne possédant pas de mécanismes alternatifs de gouvernance, l'actionnariat interne et la concentration du capital ont une influence négative sur le niveau des dividendes. Stouraitis et Wu (2004) confortent ces résultats en étudiant les firmes japonaises. Ils trouvent que l'actionnariat des institutionnels a un effet positif sur les dividendes uniquement pour les entreprises à faible croissance.

[66] Comme vu au Chapitre 2, plus l'actionnariat est dispersé et plus le contrôle exercé par les actionnaires est faible. Les coûts d'agence sont alors à leur maximum.

⇒ Ces études empiriques soutiennent l'hypothèse que le dividende est un mécanisme de contrôle des coûts d'agence, particulièrement dans les entreprises à faible croissance. Peu des études présentées se sont intéressées aux rachats d'actions. Pourtant, le rachat permet lui aussi de diminuer l'autofinancement et de jouer sur le ratio d'endettement. Nous posons donc l'hypothèse qu'il est aussi un mécanisme de contrôle des coûts d'agence, tel que l'entendent Easterbrook (1984), Rozeff (1982) et Noronha et al. (1996).

2. LE MODELE DE JENSEN (1986)

2.1 PRESENTATION DU MODELE

Le modèle de Jensen (1986), aussi appelé théorie des flux discrétionnaires, est une variante mineure de la théorie d'Easterbrook (1984).

Un flux discrétionnaire, traduction de Free Cash Flow (ci-dessous noté FCF) se définit comme *« cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital* [67]*»* (Jensen (1986, page 323))

Dans ce modèle, la distribution permet de diminuer les ressources sous contrôle du dirigeant afin de limiter les utilisations inappropriées de ces liquidités. La distribution oblige les managers à rendre le cash plutôt que de l'investir dans des projets à valeur actuelle nette (VAN) négative ou que de le dépenser à but « personnel »[68]. La distribution de dividendes et le rachat d'actions diminuent les flux discrétionnaires et minimisent les coûts d'agence liés aux comportements divergents des managers.
Les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants sont particulièrement sévères dans les organisations générant beaucoup de FCF. La distribution sera alors un outil de contrôle nécessaire.

Allen et Michaely (2003) critiquent ce modèle ainsi que ceux d'Easterbrook (1984), Rozeff (1982) et Noronha et al. (1996). Selon eux, ces théories n'expliquent pas les mécanismes qui poussent les dirigeants à distribuer puisqu'elles font l'hypothèse d'une substitution entre

[67] Un flux discrétionnaire se définit comme « un flux de liquidités supérieur à celui nécessaire pour financer tous les projets d'investissement ayant une valeur actuelle nette positive, lorsque actualisés au coût du capital approprié ».

[68] La tendance des managers à investir dans des mauvais projets, au sens des actionnaires, ou à dépenser les liquidités de l'entreprise est présentée dans le Chapitre 2 – Section 1 – (2.1.)

mécanismes de gouvernance. Le dirigeant est supposé distribuer alors qu'aucun mécanisme ne contraint son comportement. Pour expliquer la distribution, ces modèles se reposent sur la théorie de Jensen et Meckling (1976) qui prédit que le manager s'oblige à payer des coûts d'obligation afin de résoudre le conflit d'agence. Cette hypothèse est pourtant affaiblie par la théorie de l'enracinement du dirigeant. L'étude que nous proposons en Section 2 va permettre de mieux explorer les mécanismes qui poussent le dirigeant à agir, en étudiant les relations entre politiques de distribution et chacun des mécanismes de gouvernance.

Au préalable, présentons les tests empiriques du modèle de Jensen.

2.2. TEST EMPIRIQUE DU MODELE

Le modèle de Jensen (1986) fait l'hypothèse que les politiques de distribution diminuent le FCF et par conséquent les coûts d'agence des firmes. Les études empiriques ont ainsi analysé les relations entre la distribution (dividende ordinaire ou exceptionnel, rachat d'actions), les opportunités d'investissement et les liquidités de l'entreprise.

Un premier pan d'études est consacré aux effets de la distribution sur les cours boursiers selon le risque de FCF de l'entreprise. Une entreprise a un risque élevé de FCF si ses opportunités d'investissement sont faibles et ses liquidités importantes.

Une seconde voie de recherche a testé l'influence des opportunités d'investissement ou des flux ou stocks de liquidités sur les niveaux de distribution, mesurés par le taux de distribution ou le taux de rendement.

Nous présentons successivement les résultats de ces deux séries de tests.

Etude des réactions boursières

Un premier test du modèle de Jensen consiste à observer les réactions boursières aux distributions. Si le dividende et le rachat sont des outils de contrôle du FCF, alors les distributions réalisées par des entreprises ayant beaucoup de flux discrétionnaires seront saluées plus positivement par les marchés que celles réalisées par des entreprises en ayant peu. Ce type d'étude permet de comparer les hypothèses du signal et de l'agence. En effet, dans le cadre du signal, les réactions boursières aux distributions ne dépendent pas du niveau de FCF de l'entreprise.

La principale difficulté de ce test concerne l'appréciation du niveau de FCF d'une entreprise. Le niveau de flux discrétionnaires dépend du cash détenu par l'entreprise, mais surtout des opportunités d'investissement à VAN positive. Le Q de Tobin peut permettre d'apprécier le

risque de FCF. Lang et Litzenberger (1989) estiment qu'un Q moyen supérieur à 1 est une condition nécessaire pour qu'une firme pratique une politique d'investissement optimale. En revanche, un Q moyen inférieur à 1 reflète le fait qu'une entreprise est en situation de surinvestissement[69].

L'étude des réactions boursières offre un soutien ambigu à la théorie des flux discrétionnaires.

D'un côté, les études de Lang et Litzenberger (1989), Christie et Nanda (1994), Calvi-Reveyron (1998), Lie (2000), Grullon et Michaely (2004) soutiennent l'hypothèse de FCF. De l'autre, les études de Howe, He et Kao (1992), Denis et al. (1994), Yoon et Starks (1995) et Poulain-Rehm (2005) la mettent en doute.

Présentation des études

Aux Etats-Unis : Lang et Litzenberger (1989) sont les premiers à étudier la réaction du marché aux annonces de variation du dividende, selon le Q de Tobin de la firme. Ils montrent que la rentabilité boursière moyenne associée à un changement de dividende est plus importante pour les firmes ayant un Q inférieur à 1, c'est-à-dire en situation de surinvestissement. Ils soutiennent donc l'hypothèse de FCF.

Denis et al. (1994) et Yoon et Starks (1995) reproduisent cette étude et mettent en question ces résultats. Ils montrent que les rendements anormaux qui suivent un changement de dividende sont liés à l'ampleur du changement de distribution et au taux de rendement, mais pas au Q de Tobin. Denis et al. (1994) complètent l'appréciation du risque de FCF en prenant en compte le niveau des cash-flows. Ils trouvent cependant des résultats contraires à ce que prévoit la théorie de l'agence : la réaction boursière à la distribution est liée de façon négative au niveau des cash-flows.

Howe et al. (1992) s'intéressent aux dividendes exceptionnels et aux rachats d'actions. Ils étudient les rendements boursiers anormaux suite à ces annonces, et ne trouvent pas de différence significative entre les firmes ayant un Q faible et celles ayant un Q fort. Perfect, Peterson et Peterson (1995) remettent en cause ces résultats. Ils refont le test en s'intéressant uniquement au rachat et montrent que la validation de l'hypothèse de FCF varie selon la mesure du Q utilisée[70]. Selon ces auteurs, on ne peut donc pas rejeter l'hypothèse de Jensen.

[69] Le Q de Tobin se calcule par le rapport entre la valeur de marché d'une firme et la valeur de remplacement de ses actifs. C'est une mesure de la rentabilité des investissements ou des opportunités d'investissement d'une firme. Nous présenterons en détail cette mesure dans le Chapitre 5 – Section 2 – 2.1.3.1.

[70] C'est-à-dire selon que le Q est calculé à partir de données annuelles ou de données pluri annuelles.

Lie (2000) s'intéresse aux distributions de dividendes exceptionnels, aux augmentations de dividende et aux offres publiques de rachat. Il montre que les gros dividendes exceptionnels ou le rachat déclenchent des rendements anormaux qui sont positivement liés au niveau des liquidités de l'entreprise (mais pas au niveau des cash-flows) et négativement liés aux opportunités d'investissement mesurées par le Q de Tobin. La réaction boursière à l'augmentation du dividende ordinaire ou aux petits dividendes exceptionnels ne dépend pas du risque de FCF de l'entreprise. Il en conclut que le marché considère que seules les grosses distributions exceptionnelles et les rachats d'actions permettent de résoudre les problèmes de surinvestissement. Il explique certaines divergences de résultat avec l'étude de Howe et al. (1992) ou avec celle de Denis et al. (1994) par le fait que ces derniers prennent en compte uniquement le niveau des cash-flows et pas le stock de liquidités.

Grullon et Michaely (2004) confortent eux aussi l'hypothèse de FCF pour les opérations de rachat. Ils montrent que la réaction du marché à une annonce de rachat est d'autant plus positive que la firme a tendance à surinvestir. La réaction est négativement reliée au niveau de risque de l'entreprise[71] et positivement liée à son niveau de liquidités. Cette dernière relation est d'autant plus vraie que l'entreprise a un Q faible.

L'étude des réactions boursières à un changement de fiscalité du dividende réalisée par Christie et Nanda (1994) conforte de nouveau les hypothèses de FCF pour les Etats-Unis. Les auteurs montrent que, suite à une baisse des taxes sur les dividendes en 1936, les cours des entreprises les plus sensibles aux problèmes de FCF avaient réagi plus positivement que les autres. Cela est cohérent avec l'hypothèse des FCF. En effet, le dividende étant moins taxé, il devient moins coûteux de minimiser les coûts d'agence, d'où une réaction positive des marchés.

En France, la théorie du FCF est soutenue par Calvi-Reveyron (1998) qui montre que la réaction du marché à une variation de dividende est plus forte pour les entreprises à fort risque de FCF. Au contraire, Poulain-Rehm (2005) ne trouve aucune réaction des marchés lors de la distribution des flux discrétionnaires de l'entreprise sous forme de dividende. L'influence du risque de FCF sur les politiques de distribution française est elle aussi imprécise.

[71] Berk, Green et Naik (1999) montrent que la baisse des opportunités d'investissement d'une entreprise entraîne un déclin dans son risque systématique.

⇒ Les études des réactions boursières apportent un soutien ambigu à la théorie de Jensen, certainement en raison de la difficulté à mesurer le Q de Tobin (Perfect et al. (1995)). Une majorité d'études confirme les hypothèses d'agence, mais d'autres considèrent que l'effet des variables de FCF est nul. Il est donc nécessaire de compléter ces tests empiriques pour pouvoir conclure sur le pouvoir explicatif de cette théorie.

Etude des niveaux de distribution

L'étude des niveaux de distribution permet de tester si les firmes qui distribuent présentent un risque de FCF élevé. Ainsi, les liens entre politique de distribution et opportunités d'investissement, niveau des liquidités, cash-flows et risque ont été analysés.

Les études s'intéressent à la fois au dividende et au rachat. Selon Jensen, ces deux modes de distribution sont supposés avoir la même influence sur les coûts d'agence. A ce stade, nous étudions donc rachat et dividende sans distinction. Nous dépasserons cependant ce raisonnement dans la Section 3 et chercherons à comprendre ce qui justifie l'utilisation de l'un ou l'autre des outils.

A l'exception des études de Denis et al. (1994) et Yoon et Starks (1995), les hypothèses de FCF sont soutenues empiriquement par les recherches utilisant les niveaux de distribution.

Présentation des études

Les tests empiriques montrent que les entreprises soumises à un fort risque de FCF (mesuré par le Q de Tobin) ont un taux de rendement en *dividende* supérieur à celui des entreprises peu risquées (Njiokou (1994) et Moussu et Thibierge (1997)[72] sur un panel d'entreprises internationales, Smith et Watts (1992) et Yoon et Starks (1995) aux Etats-Unis et Calvi-Reveyron (1998) en France[73]).

Le taux de rendement du *dividende*, du *rachat* et de la *distribution totale* (Fenn et Liang (2001)) ou la probabilité de commencer à distribuer des *dividendes* (Deshmukh (2003)) sont reliés positivement au niveau des cash-flows et négativement aux opportunités d'investissement.

Le rendement en *dividende* des firmes japonaises est lui aussi lié positivement au niveau des cash-flows, mais seulement pour les entreprises à faible croissance. Il est aussi lié au niveau des investissements de l'année (Stouraitis et Wu (2004)).

[72] Cité par Calvi-Reveyron (1998).

[73] Les résultats de Moussu et Thibierge (1997) et Calvi-Reveyron (1998) ne sont plus valables si le taux de distribution est retenu à la place du taux de rendement.

Oswald et Young (2005) observent qu'en Angleterre le *rachat* est plus développé dans les industries et dans les entreprises qui génèrent du cash et qui ont peu d'opportunités d'investissement. Weisbenner (2002) montre que les firmes qui ont beaucoup d'opportunités d'investissement font moins de rachat. Albouy et Morris (2006) trouvent que les firmes canadiennes sont davantage susceptibles d'annoncer des rachats si elles ont beaucoup de FCF et un ratio *market to book* faible. En revanche, ils font remarquer que ces firmes ont tendance à effectuer davantage de dépenses en recherche et développement.

Lie (2000) montre que les entreprises qui augmentent leur *dividende ordinaire*, qui versent un *dividende exceptionnel* ou qui *rachètent leurs actions* ont plus de liquidités, avant la distribution, que les entreprises équivalentes de leur secteur.
Ces liquidités diminuent suite à la distribution : Grullon et Michaely (2004) observent une baisse des liquidités, cohérente avec une rationalisation du FCF, dans les trois années qui suivent le *rachat* de ses actions par la firme.

Grullon et Michaely (2004) trouvent que les entreprises qui *rachètent leurs actions* font face à une baisse de leurs opportunités d'investissement. Leurs dépenses en capital et en recherche et développement diminuent dès l'année précédant le rachat et jusqu'à trois ans après. De même, leur risque systématique diminue, ce qui est cohérent avec une baisse des opportunités d'investissement (Berk et al. (1999)).
Une augmentation du dividende semble produire les mêmes effets qu'un rachat. Grullon et al. (2002) soulignent la baisse du risque systématique des firmes qui ont augmenté leur *dividende*. Ils montrent que ces entreprises n'augmentent pas leurs dépenses en capital suite à la distribution. Ce résultat est remis en cause par Denis et al. (1994) et Yoon et Starks (1995) qui montrent qu'une hausse (baisse) du dividende entraîne une augmentation (baisse) des dépenses en capital pour les firmes qui ont un Q faible.

Calvi-Reveyron (1998) teste les hypothèses de FCF sur des entreprises françaises. Elle trouve que le taux de rendement en *dividende* est influencé négativement par le niveau des opportunités de croissance mesurées par le Q, mais n'est pas influencé par le niveau des cash-flows ou du stock de liquidités. Ces résultats ne sont plus valables lorsqu'elle utilise le taux de distribution à la place du taux de rendement.
La théorie des flux discrétionnaires ne fait pas d'hypothèse sur *l'évolution de la performance suite à une distribution.* La performance peut se détériorer car la firme subit un déclin de ses investissements ou elle peut s'améliorer grâce à la diminution des coûts d'agence. L'étude de la

performance permet surtout de différencier les hypothèses d'agence et de signal[74]. Les études empiriques soulignent un effet ambigu de la distribution sur la performance des entreprises, mais tendent à valider la théorie des FCF face à celle du signal :

- Selon Grullon et Michaely (2004), ni la profitabilité, ni la performance opérationnelle d'une firme ne varient suite à un rachat. Grullon et al. (2002), quant à eux, montrent que les firmes qui augmentent leur *dividende* voient leur profitabilité décliner dans les années qui suivent la distribution. Ces résultats sont cohérents avec le fait que l'entreprise est en faible croissance et permettent de conforter l'hypothèse de FCF face à l'hypothèse de signalisation des distributions.
- Selon Nohel et Tarhan (1998), la performance opérationnelle des firmes en faible croissance s'améliore suite à un *rachat d'actions*. Ils expliquent cela par une meilleure utilisation des actifs de la firme : les ventes d'actifs augmentent et les nouvelles dépenses en capital stagnent pendant et après le rachat. Le rachat améliore donc la performance des entreprises sensibles au risque de FCF, mais n'a pas d'effet sur la performance des firmes en forte croissance. Encore une fois, ces résultats empiriques contredisent la théorie du signal.

⇒ L'hypothèse de FCF semble pertinente pour expliquer les montants distribués, mais n'offre pas un cadre explicatif suffisant aux réactions boursières.

Cette partie nous a permis de voir que les politiques de distribution sont liées au risque de FCF de l'entreprise, c'est-à-dire à ses opportunités d'investissement et à son niveau de croissance, mais aussi à ses stocks et flux de liquidités.

Nous pouvons donc conclure que les politiques de distribution permettent de diminuer les coûts d'agence du capital en diminuant les flux discrétionnaires. Dans la Section 2, nous nous intéresserons à l'influence des autres mécanismes de gouvernance sur cette relation, comme suggéré par Noronha et al. (1996).

[74] Comme nous l'avons vu dans le Chapitre 1, la théorie du signal prévoit une amélioration de la performance de l'entreprise suite à une distribution et ceci pour toutes les firmes. Nous avions alors noté que le soutien empirique à cette hypothèse était très faible.

3. LE MODELE DE SHLEIFER ET VISHNY (1986) ET D'ALLEN ET AL. (2000)

3.1. PRESENTATION DU MODELE

Les modèles de Shleifer et Vishny (1986) et d'Allen et al. (2000) utilisent les notions de clientèles fiscales pour justifier l'utilisation du dividende dans la gouvernance des firmes.

Shleifer et Vishny (1986) modélisent le rôle des gros actionnaires dans le contrôle des managers. Un gros actionnaire, à l'inverse des petits, peut avoir intérêt à engager des frais de surveillance car il obtiendra, du fait de la taille de sa participation, une large part des bénéfices dégagés grâce à la baisse des coûts d'agence[75].

Pour modéliser le rôle des dividendes dans cette surveillance, les auteurs posent des hypothèses relatives à la fiscalité des investisseurs :

- les petits investisseurs sont souvent des individuels et ont, à ce titre, une préférence fiscale pour les rachats ;
- les gros investisseurs sont souvent des entreprises ou des institutionnels et ont, à ce titre, une préférence fiscale pour les dividendes.

Si la politique de distribution choisie par la firme ne favorise pas le gros actionnaire, son intérêt est alors de vendre ses titres. Son rôle en matière de gouvernance implique que cette vente provoquera une baisse de la valeur de la firme. Les petits actionnaires ont alors intérêt à favoriser un compromis sur la politique de distribution, afin que le gros actionnaire reste et assume son rôle de contrôle.
Selon Shleifer et Vishny (1986), le dividende est vu comme une rémunération parallèle. Les petits actionnaires ne pouvant rémunérer le gros actionnaire directement pour son contrôle, supportent une politique de distribution qui le favorise, c'est-à-dire le versement d'un dividende.

Allen et al. (2000) précisent le modèle de Shleifer et Vishny (1986) en se focalisant sur les investisseurs institutionnels. Ces derniers, du fait de la taille de leur participation et de leur expertise, sont considérés comme de bons « moniteurs ». De plus, les auteurs font l'hypothèse qu'ils ne sont pas taxés sur les dividendes ou qu'ils ont des contraintes qui les obligent à investir

[75] Pour plus de détails, voir le Chapitre 2 – Section 2 – (2.1.1.2.)

dans des firmes qui payent des dividendes. Cette distribution devient alors un moyen d'attirer les institutionnels et permet une surveillance accrue des managers.

Ce modèle est cohérent avec certaines observations empiriques, comme la stabilité des dividendes ou les réactions boursières négatives aux baisses de dividende. En effet, pour conserver son actionnariat institutionnel, la firme doit distribuer de façon régulière. Une baisse de distribution signale que le manager veut limiter la surveillance exercée par les institutionnels et est donc perçue négativement par les marchés.

⇒ Les modèles de Shleifer et Vishny (1986) et d'Allen et al. (2000) sont limités par les hypothèses sur la fiscalité des gros investisseurs ou des institutionnels. Elles semblent cohérentes avec la législation américaine, mais ne sont pas forcément transposables à l'étranger. En France, les OPCVM et FCP ne sont pas imposés à leur niveau, du fait du principe de transparence fiscale. Ce sont donc les souscripteurs qui sont imposés sur les dividendes (Debaere (2003a)). Or, les investisseurs institutionnels prennent-ils en compte les préférences fiscales des particuliers ?

3.2. TEST EMPIRIQUE DU MODELE

Pour tester ces modèles, il est nécessaire de valider empiriquement l'attirance des investisseurs institutionnels ou des gros actionnaires pour le dividende. Or, comme nous l'avons vu au Chapitre 1, l'hypothèse fiscale, reçoit un soutien empirique faible. Il ne semble pas que les actionnaires choisissent leurs investissements de façon à minimiser leurs taxes.

Reprenons tout de même ces recherches dans le cadre des modèles de Shleifer et Vishny (1986) et d'Allen et al. (2000).

Shleifer et Vishny (1986) font l'hypothèse que les gros investisseurs préfèrent les dividendes. Or, l'étude des structures de contrôle des entreprises à travers le monde montre qu'il n'y a pas d'homogénéité dans l'identité de ces blocs[76]. Par exemple, en France, les blocs de contrôle sont souvent des familles ou des entreprises. Or, leur fiscalité ne privilégie pas le dividende par rapport au rachat. Il est donc difficile de valider l'hypothèse de Shleifer et Vishny (1986).

Allen et al. (2000), de leur côté, ne s'intéressent qu'aux investisseurs institutionnels. Ils font l'hypothèse qu'ils ont une préférence fiscale et réglementaire pour les dividendes.

[76] Voir Chapitre 2 - Section 1 – (3.2.)

Le soutien empirique à l'existence d'un lien entre dividende et détention institutionnelle est très incertain.

Influence des contraintes réglementaires sur la préférence des institutionnels pour le dividende

Allen et al. (2000) font l'hypothèse que certaines réglementations poussent les institutionnels à favoriser les entreprises payant des dividendes. L'évidence empirique ne permet pas de confirmer ce point.

Aux Etats-Unis, les règles du *« prudent man »*[77] ou de l'ERISA[78] requièrent que les fonds d'investissement ou de pension soient gérés de façon prudente. Il n'y apparaît pas d'obligation spécifique à investir dans les firmes qui payent un dividende, mais le dividende peut être considéré par les marchés comme preuve d'un investissement prudent. Cela est confirmé empiriquement par Brav et Heaton (1998) : suite aux changements réglementaires de l'ERISA, ils observent une baisse de l'actionnariat institutionnel dans les firmes qui ne payaient pas de dividende. Cependant, l'étude de Del Guercio (1996) montre que les règles du *« prudent man »* n'influencent pas le choix des institutionnels quant aux entreprises qui versent des dividendes.

Influence de la fiscalité sur la préférence des institutionnels pour le dividende

Allen et al. (2000) font l'hypothèse que les institutionnels ne sont pas taxés sur les distributions de dividende. Strickland (1996) remet cependant en cause l'homogénéité fiscale des institutionnels et leur non imposition. Il montre même que les actifs gérés par les investisseurs institutionnels taxés sont supérieurs à ceux gérés par les institutionnels non taxés.

La préférence des institutionnels pour les dividendes peut aussi découler d'un style de gestion de patrimoine. Hotchkiss et Lawrence (2003) rapportent que certains institutionnels ont des styles d'investissement qui favorisent les entreprises à haut rendement en dividende. Lorsqu'une entreprise augmente son taux de rendement en dividende, la part des ces institutionnels dans le capital de la firme augmente.

Qu'en est il donc de l'attirance des institutionnels pour les entreprises qui versent des dividendes ? La réponse empirique est incertaine.

[77] Règles du « bon père de famille »

[78] ERISA : Employee Retirement Income Security Act

** Soutien à l'hypothèse d'attirance fiscale des institutionnels pour le dividende*

D'un côté, la recherche met en avant un lien positif entre détention institutionnelle et versement de dividende (Moh'd et al. (1995) et Crutchley et al. (1999) pour les Etats-Unis, Short, Zhang et Keasey (2002) pour la Grande Bretagne).

Binay (2001) trouve que la participation institutionnelle diminue (augmente) lorsqu'une firme omet de (commence à) payer un dividende. Blouin et Nondorf (2004) montrent que les entreprises qui ne payent pas de dividende ou qui favorisent le rachat ont un actionnariat institutionnel plus faible. Jagannathan et al. (2000) trouvent que les entreprises qui augmentent leur dividende ont davantage d'investisseurs institutionnels que celles qui font du rachat.

En France, Debaere (2003a) trouve une relation positive (neutre) entre la détention institutionnelle anglo-saxonne (française) et le taux de distribution des dividendes. La présence des investisseurs institutionnels anglo-saxons accroît le lissage des dividendes. La neutralité des institutionnels français peut se justifier par une fiscalité différente, mais surtout par le fait que leur rôle dans la gouvernance est négligeable[79].

** Rejet de l'hypothèse d'attirance fiscale des institutionnels pour le dividende*

Une partie de la recherche met en doute l'hypothèse selon laquelle les institutionnels ont une préférence pour les entreprises qui versent des dividendes.

Grinstein et Michaely (2005) et Jain (1999, (2005) montrent que les institutionnels préfèrent les entreprises qui versent peu ou pas de dividende. Michaely et al. (1995) trouvent qu'il n'y a pas de changement dans la structure de l'actionnariat d'une firme suite à une omission de dividende. Strickland (1996) montre que les institutionnels taxés préfèrent les entreprises qui versent peu de dividende et que les non taxés ne montrent pas de préférence. Moser (à paraître) trouve que, lorsque l'actionnariat institutionnel taxé augmente, la probabilité de distribuer via rachat est plus forte. Enfin, selon Bartov et al. (1998), plus une firme a d'actionnariat institutionnel, plus la probabilité qu'elle fasse un rachat plutôt que de distribuer des dividendes est forte.

⇒ Ce manque d'évidence empirique rend difficile toute conclusion à propos de l'attirance des institutionnels ou des gros actionnaires pour les dividendes. Cela remet en question les hypothèses de base d'Allen et al. (2000) et de Shleifer et Vishny (1986).

Le rôle de contrôle de ces actionnaires n'est pas pour autant remis en question. L'hypothèse d'un lien entre la présence de ces actionnaires et le dividende peut être faite,

[79] Voir le paragraphe sur l'activisme des investisseurs institutionnels dans le Chapitre 2 – Section 2 – 2.1.1.2.

mais ce lien doit plutôt être étudié dans le cadre de la substitution ou de la complémentarité entre mécanismes de gouvernance.

Nous remettons donc en cause le rôle du dividende pour attirer ou conserver au sein de l'entreprise des investisseurs capables de contrôler les dirigeants, et ne validons pas empiriquement ces deux modèles.

Conclusion de la présentation des modèles théoriques :

Ces trois premiers paragraphes ont présenté les différents modèles explicatifs du rôle de la distribution pour diminuer les coûts d'agence.

Les études empiriques confirment le pouvoir explicatif des modèles de Easterbrook (1984) et de Jensen (1986), mais mettent en doute les modèles de Shleifer et Vishny (1986) et d'Allen et al. (2000). La distribution est donc considérée comme un mécanisme de gouvernance parce qu'elle diminue les flux discrétionnaires, oblige l'entreprise à se confronter aux marchés et permet d'augmenter le niveau de risque de l'entreprise.

Tous ces modèles s'inspirent de l'entreprise type dans les pays anglo-saxons, c'est-à-dire l'entreprise managériale. Ils se placent dans le cas d'un actionnariat dispersé et d'un conflit entre actionnaires et dirigeants. Nous avons cependant vu qu'un second type de conflit peut influencer les politiques de distribution, le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Nous nous intéressons à présent au rôle de la distribution dans ce conflit.

4. LE ROLE DE LA DISTRIBUTION DANS LE CADRE DU CONFLIT ENTRE ACTIONNAIRES MAJORITAIRES ET MINORITAIRES

Les modèles d'Easterbrook (1984) et de Jensen (1986) ne font pas mention de l'hypothèse d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Ils modélisent la diminution des coûts d'agence permise par les distributions de dividende, dans le cadre d'un conflit entre actionnaires et dirigeants.
Essayons de prolonger leur raisonnement et de comprendre l'effet d'une distribution sur un conflit entre actionnaires.

Deux influences s'affrontent pour déterminer le sens de la relation entre la distribution de liquidités et l'intensité du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.
D'un côté, la distribution est un mécanisme de gouvernance et permet de diminuer les coûts d'agence, comme dans le cas du conflit entre actionnaires et dirigeants.
De l'autre, la distribution peut servir les intérêts propres de l'actionnaire de contrôle et donc amplifier le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

Première influence : La distribution minore l'intensité du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires

Reprenons les hypothèses d'Easterbrook (1984) et Jensen (1986) selon lesquelles la distribution est un mécanisme de gouvernance, afin de voir si elles s'adaptent à ce conflit.

- Selon Jensen (1986), les politiques de distribution permettent de limiter les flux discrétionnaires. Cet effet permet de limiter l'extraction de bénéfices privés par l'actionnaire de contrôle, aussi bien que par le dirigeant (La Porta et al. (2000a)).

- Pour Easterbrook (1984), la distribution diminue la capacité d'autofinancement de l'entreprise et oblige les managers à lever régulièrement des capitaux sur les marchés, subissant ainsi la surveillance des marchés. En théorie, la distribution a le même effet sur l'actionnaire de contrôle (La Porta et al. (2000a)). Ainsi, la distribution devrait favoriser la surveillance de l'actionnaire de contrôle par les marchés.

- Enfin, d'après Easterbrook (1984), la distribution permet de diminuer les coûts d'agence du fait de son influence sur le risque financier. Elle oblige les dirigeants averses au risque à augmenter le niveau de risque financier de la firme. Dans ce cas, il n'existe pas d'évidence sur le fait que

l'actionnaire de contrôle ait une aversion au risque inférieure à celle des minoritaires. En effet, nous avons vu que la présence de structures pyramidales ou d'actions à droits de vote différentiels diminue la sensibilité aux pertes de l'actionnaire de contrôle[80]. Cela peut ainsi le pousser à augmenter le risque financier de l'entreprise au-delà du niveau souhaité par les minoritaires (Attig et al. (2002)).

Dans le cadre du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, on ne peut donc pas conclure que la distribution permette de diminuer les coûts d'agence via son effet sur le niveau du risque financier.

⇒ Théoriquement, deux mécanismes permettent de justifier du rôle de gouvernance des politiques de distribution dans le cadre d'un conflit entre majoritaires et minoritaires. Premièrement, la distribution limite l'autofinancement de l'entreprise et favorise donc la surveillance de l'actionnaire majoritaire par les marchés. Deuxièmement, la distribution diminue le FCF à disposition de la coalition de contrôle et limite donc les risques d'expropriation des minoritaires.

Cette hypothèse trouve un soutien empirique dans l'étude de Faccio, Lang et Young (2001) qui montre 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 (confirmé par La Porta et al. (2000a)). Comme le remarquent Shleifer et Vishny (1997), lorsqu'un actionnaire a le contrôle de la firme, il préfère générer des bénéfices privés qui ne sont pas partagés avec les minoritaires.

Il est aussi intéressant de rappeler que s'éloigner du principe « une action = un droit de vote » augmente le risque d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle (Correia Da Silva et al. (2004))[81]. Plus le nombre d'actions de l'actionnaire principal est faible par rapport à ses droits de vote, plus le risque d'expropriation des minoritaires est fort et plus il devient nécessaire de procéder à des distributions de liquidités.

[80] Voir Chapitre 2 – Section 2 – (2.2)

[81] Pour plus de détails, voir Chapitre 2 – Section 1 – (2.2)

Seconde influence : La distribution amplifie l'intensité du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires

La distribution peut être un moyen de servir les intérêts propres de l'actionnaire dominant. Elle peut donc avoir des effets pervers sur le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

A la différence du dirigeant – non actionnaire, l'actionnaire de contrôle bénéficie des politiques de distribution et n'est pas uniquement contraint par elles. Du fait de sa détention élevée d'actions, l'actionnaire majoritaire est le premier bénéficiaire d'un versement de dividende. De plus, le rachat d'actions peut lui permettre de consolider son contrôle[82].

Ainsi, l'actionnaire dominant peut avoir un intérêt à distribuer. Le risque est qu'il adapte la politique de distribution à sa situation personnelle, aux dépens des minoritaires. Il peut choisir de distribuer pour répondre à ses besoins de liquidités ou pour arranger sa situation fiscale. Il existe alors un risque que la politique de distribution renforce l'expropriation des minoritaires ou du moins qu'elle ne remplisse plus son rôle de gouvernance.

Le Maux (2004) soutient empiriquement cette hypothèse. Il montre l'existence d'un lien positif significatif, mais très faible, entre le versement de dividendes et le niveau des bénéfices privés des firmes françaises, mesuré par l'ampleur des conventions réglementées. L'auteur interprète ce résultat comme le fait que la coalition de contrôle cherche à obtenir des bénéfices, qu'ils soient privés ou publics. Dans ce cas, le dividende ne permet pas de diminuer le montant des bénéfices privés.

Ces résultats peuvent cependant être interprétés différemment. Dans les entreprises où l'extraction des bénéfices privés est importante, un dividende important est versé afin de limiter l'expropriation des minoritaires.

⇒ Quelle est alors l'influence des politiques de distribution sur le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires ?

Nous faisons l'hypothèse que le premier effet présenté ci-dessus a une plus forte influence sur le conflit d'agence que le second effet. Ainsi, l'expropriation des minoritaires engendrée par la politique de distribution sera toujours inférieure à l'économie des coûts d'agence découlant de la baisse des FCF ou de la surveillance accrue des marchés.

[82] Pour plus de détails, voir Chapitre 1 – Section 1 – (2.2.2.)

En conclusion, nous estimons que les politiques de distribution ont un rôle de gouvernance dans le cadre des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires, mais nous pensons que son efficacité est plus limitée que dans le cadre classique des conflits entre actionnaires et dirigeants.

Conclusion Section 1 :

Cette première section a présenté les trois modèles explicatifs du rôle positif des politiques de distribution dans les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. L'évidence empirique nous a poussés à ne retenir que les modèles d'Easterbrook (1984) et de Jensen (1986).

Nous avons ensuite élargi la compréhension de ce rôle au conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Nous en avons déduit que la distribution permet également de diminuer les coûts d'agence découlant de ce conflit, mais l'hypothèse a été faite que son efficacité y est plus limitée que dans le cadre du conflit entre actionnaires et dirigeants.

$\Rightarrow$ Cette section nous permet donc de conclure que les distributions de liquidités aident à diminuer les coûts d'agence en limitant le risque de FCF et en soumettant régulièrement l'entreprise au contrôle des marchés financiers.

Les politiques de distribution peuvent donc être considérées comme un mécanisme de gouvernance, et à ce titre, elles font partie du système de gouvernance d'une entreprise. Notre problématique est maintenant de comprendre comment elles s'insèrent dans ce système. Face à l'existence d'autres mécanismes de contrôle, comment sont utilisées les politiques de distribution ? C'est à cette question que nous essayons de répondre dans la section suivante en analysant les relations qui les lient aux mécanismes de gouvernance alternatifs.

SECTION 2. INTERACTION ENTRE POLITIQUES DE DISTRIBUTION ET MECANISMES DE GOUVERNANCE ALTERNATIFS

Cette deuxième Section a pour but d'éclairer les relations entre mécanismes de gouvernance et politique de distribution. En théorie, la distribution aide à diminuer les coûts d'agence. Mais ne faut-il pas que certains mécanismes soient déjà actifs pour pousser le dirigeant à distribuer ? A l'inverse, met-on en œuvre un mécanisme coûteux[83] s'il existe d'autres moyens de contrôler les comportements divergents des agents ?

La compréhension du rôle des distributions dans le cadre des conflits d'agence ne suffit pas à expliquer l'utilisation qui en est faite. L'étude des politiques de distribution à l'intérieur des systèmes de gouvernance devrait nous aider à comprendre pourquoi face à un conflit d'agence, certaines entreprises ont recourt à la distribution et d'autres non.

Depuis quelques années, des recherches s'intéressent aux interactions entre politiques de distribution et certains mécanismes de gouvernance. L'influence des structures d'actionnariat et de l'intensité des conflits a aussi été brièvement analysée. Cependant, à notre connaissance, il n'existe aucune analyse structurée et globale de cette problématique. L'objectif de cette revue de littérature est donc de fournir un cadre à l'étude des relations entre mécanismes de gouvernance, structure d'actionnariat et politiques de distribution.

1. REFLEXIONS THEORIQUES SUR L'INTERACTION ENTRE DISTRIBUTION ET MECANISMES DE GOUVERNANCE

Les relations entre politiques de distribution et mécanismes de gouvernance peuvent prendre plusieurs formes : substitution, complémentarité et non linéarité. Nous précisons ci-dessous la signification de ces termes et l'utilisation que nous en faisons.

1. Relation négative ou Substitution

La probabilité d'une distribution ou son ampleur peut être influencée négativement par la présence d'autres mécanismes. C'est l'hypothèse de **substitution** (Rozeff (1982)). Plusieurs cas de figure peuvent expliquer une substitution de la distribution par d'autres mécanismes de gouvernance :

[83] Le coût de la distribution est double. Non seulement, elle oblige les firmes à se refinancer et donc à payer des coûts de transaction, mais en plus elle a un coût fiscal pour les actionnaires.

- des mécanismes alternatifs régulent déjà efficacement les conflits en présence dans l'entreprise et la distribution n'est pas nécessaire ;
- du fait de la présence de mécanismes alternatifs, l'économie de coûts d'agence permise par la distribution est inférieure à son coût ;
- l'effet de la distribution sur les conflits est équivalent à celui d'un mécanisme déjà en place.

2. Relation positive ou Complémentarité

La probabilité d'une distribution ou son ampleur peut être influencée positivement par la présence d'autres mécanismes. C'est l'hypothèse de **complémentarité** (Zwiebel (1996)). Plusieurs cas de figure peuvent expliquer une complémentarité.

- Les dirigeants sont parties prenantes aux décisions de distribution et il est pertinent de penser qu'ils ne mettent pas en œuvre des politiques qui les détournent de leurs objectifs. En tant qu'individu rationnel, le dirigeant ne prend une décision que si les bénéfices qu'il en tire sont supérieurs aux coûts. Ainsi, le dirigeant décidera d'une distribution s'il craint des sanctions en cas de comportement contraire. Zwiebel (1996) suggère par exemple que le risque de révocation qui pourrait suivre une OPA peut pousser le dirigeant à distribuer. Ainsi, la présence d'un mécanisme alternatif favorise la distribution. L'intensité de ces mécanismes alternatifs va avoir une influence très positive sur les distributions.
- Certains mécanismes peuvent avoir une efficacité limitée ou différente. Les politiques de distribution viendront alors compléter efficacement la gouvernance exercée. L'intensité de ces mécanismes alternatifs va avoir une influence positive, mais limitée sur les distributions.

3. Relation non linéaire

Certains mécanismes peuvent avoir une influence variable sur les politiques de distribution. L'hypothèse d'une **relation non linéaire** apparaît. C'est principalement le cas des variables d'actionnariat ou de contrôle.

Certaines formes d'actionnariat constituent un mécanisme de gouvernance dans le cadre des conflits entre actionnaires et dirigeants. Elles ont alors une influence positive ou négative sur la distribution, selon les hypothèses vues ci-dessus. C'est par exemple le cas de l'actionnariat interne.

Cependant, ces formes d'actionnariat, considérées comme des mécanismes de gouvernance dans le cadre du conflit entre actionnaires et dirigeants, peuvent devenir les causes du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Dans notre exemple de l'actionnariat interne, à partir d'un certain niveau d'actionnariat, le dirigeant devient majoritaire et un nouveau conflit apparaît. La relation avec la distribution s'inverse alors.

Ainsi, certaines variables d'actionnariat ou de contrôle ont une influence positive puis négative (ou vice versa) selon leur niveau, sur les politiques de distribution.

⇒ Nous avons évoqué les différentes relations théoriques qui peuvent exister entre les politiques de distribution et les mécanismes de gouvernance alternatifs (seule l'hypothèse de neutralité n'a pas été développée). En vue de poursuivre cette réflexion, nous analysons à présent les recherches existantes afin d'éclairer la nature des relations entre la distribution et les principaux mécanismes de gouvernance étudiés au Chapitre 2.

2. ETUDE DE LA RELATION ENTRE DISTRIBUTION ET MECANISMES DE GOUVERNANCE EXTERNES

A partir des recherches existantes, nous tentons d'éclairer dans ce paragraphe les liens qui existent entre politique de distribution et mécanismes de gouvernance externes.
Nous nous intéressons aux liens entre la distribution et les législations nationales (2.1), le marché des actions (2.2.) et la dette (2.3.).
Nous laissons de côté l'étude du marché des biens et services ou du marché du travail. En effet, leur efficacité nous est apparue limitée. De plus, aucune recherche ne s'y est intéressée dans le cadre de l'étude des politiques de distribution.
Le Tableau 14, page 181, résume les résultats de cette revue de littérature.

2.1. LEGISLATION ET DISTRIBUTION

Les législations nationales offrent une protection des investisseurs variable. Selon La Porta et al. (2000a), les pays de droit coutumier protègent mieux les investisseurs que les pays de droit civil. Les auteurs montrent à travers une étude transversale de 33 pays que lorsque les investisseurs sont protégés efficacement par la loi, ils sont en mesure de faire pression plus facilement sur les managers ou la coalition de contrôle pour obtenir des distributions de liquidités. Ainsi, dans les pays de droit coutumier, les auteurs observent que les taux de distribution de dividende sont plus importants, particulièrement dans les firmes où le risque de FCF est fort. Au contraire, dans les pays de droit civil, et particulièrement de droit civil français, les taux de distribution sont plus faibles et semblent indépendants des opportunités d'investissement. Ces résultats sont intéressants, même si la classification par le type de droit est contestable (Correia Da Silva et al. (2004)).

Faccio et al. (2001) confortent le rôle de la législation à travers une étude comparative des distributions faites par des firmes européennes et asiatiques. Les firmes des pays de l'Asie du Sud-Est distribuent moins que les entreprises européennes, malgré la similitude de leur structure de contrôle. Or, les auteurs soulignent la faible protection des investisseurs en Asie du Sud-Est qui résulte de l'intense corruption, de l'opacité de l'information et de la concentration extrême du contrôle des entreprises dans les mains de quelques gros investisseurs proches des sphères politiques. Ces résultats soulignent de nouveau la nécessité d'une bonne protection des investisseurs pour inciter les dirigeants à distribuer et à dégorger le FCF.

⇒ A travers ces études, la législation apparaît comme un outil de gouvernance complémentaire aux distributions. On peut donc conclure que sans une législation qui les protège, les actionnaires ont des difficultés à inciter les dirigeants à distribuer.

2.2. MARCHE DES CAPITAUX ET DISTRIBUTION

La théorie financière fait l'hypothèse d'une complémentarité entre la pression exercée par le marché des capitaux et des prises de contrôle et les politiques de distribution. Les cibles des prises de contrôle sont principalement des firmes qui ont des mauvais managers ou qui ont beaucoup de FCF et qui refusent de distribuer (Jensen (1986)).

La pression des marchés pousse alors les dirigeants à distribuer. Selon Zwiebel (1996), les managers cherchent un compromis entre l'intérêt qu'ils ont à exproprier les actionnaires et le risque lié à cette expropriation. En distribuant, le manager se limite lui-même dans ses possibilités d'extraction de bénéfices privés. Il montre sa volonté de compromis et éloigne ainsi les risques d'OPA. Cela peut être considéré comme un coût d'obligation au sens de Jensen et Meckling (1976).

Faccio et al. (2001) soulignent le rôle des investisseurs dans les décisions de politique de distribution. Lorsqu'ils repèrent un risque d'expropriation, ils dévaluent le titre et rendent difficile la collecte de nouveaux capitaux pour l'entreprise. Afin de ne pas gêner le développement de la firme, les managers sont alors poussés à distribuer. Ils signalent ainsi que le risque d'expropriation est limité. En revanche, quand ce risque n'est pas visible ou est faible, la pression des marchés se relâche et la distribution diminue.

Enfin, selon Easterbrook (1984), le dividende est un complément de la surveillance des marchés puisque c'est lui qui favorise ce contrôle.

Soutien empirique

L'hypothèse de complémentarité entre contrôle des marchés de capitaux et distribution trouve un bon soutien empirique.

Lorsque les managers sont protégés contre les risques de prise de contrôle par la loi ou par des mesures de protection anti-OPA, ils ont tendance à diminuer significativement leur distribution de dividende (Gao (2000), Page, Jahera et Pugh (1996)). De même, Billett et Xue (à paraître) montrent que les rachats d'actions augmentent lorsque l'entreprise est confrontée à un risque accru d'OPA.

En cas de risque d'expropriation, Faccio et al. (2001) montrent que les marchés poussent les managers à distribuer.

Cependant, comme nous l'avons vu au Chapitre 2, la pression exercée par le marché des prises de contrôle dépend des pays. En France, par exemple, son rôle est faible.

Limite à l'hypothèse de substitution

Dans le cas particulier des rachats d'actions, la relation positive entre distribution et pression du marché des prises de contrôle peut trouver une autre justification. Le rachat d'actions peut servir à éloigner le risque de prise de contrôle et constituer une mesure anti-OPA[84]. Face à une forte pression des marchés, les managers seraient enclins à racheter des actions pour se protéger des prises de contrôle OPA. Cette utilisation du rachat est cependant mineure, comme nous l'avons déduit du Chapitre 1. Nous considérerons donc que la relation positive entre pression des marchés et distribution se justifie surtout par la complémentarité entre les deux mécanismes de gouvernance.

⇒ La pression exercée sur les managers par les marchés des actions et des prises de contrôle favorise les distributions de liquidités. Il existe donc une complémentarité entre les deux mécanismes de gouvernance.

[84] Pour plus de détails, voir le Chapitre 1 – Section 1 – (2.2.2.2.)

2.3. DETTE ET DISTRIBUTION

Deux hypothèses s'affrontent à propos du lien entre dette et distribution.

Hypothèse de substitution

Selon Jensen (1986), les politiques d'endettement et de distribution sont deux mécanismes de gouvernance substituables. En effet, l'endettement permet de diminuer le FCF de l'entreprise et réduit donc la nécessité de recourir à une distribution. Cette substitution est renforcée par le fait que les deux mécanismes sont coûteux et que les contrats de prêts incluent souvent des clauses restreignant le niveau des dividendes.

Selon l'hypothèse de substitution, la probabilité de distribuer est négativement liée au niveau de la dette.

Hypothèse de complémentarité

Au contraire, selon Easterbrook (1984) et Rozeff (1982), l'effet de la politique de distribution est complété par celui de l'endettement. La distribution diminue les ressources de l'entreprise et l'oblige à se refinancer régulièrement sur les marchés où elle est efficacement surveillée. Ainsi, une politique de distribution importante oblige le manager à régulièrement recourir à l'emprunt.

Noronha et al. (1996) complètent ce modèle et montrent que le lien entre dividende et endettement n'existe que pour les entreprises en faible croissance et sans mécanisme de gouvernance alternatif.

Selon ces différents auteurs, le lien entre dividende et endettement est positif. Cependant, le sens de la causalité reste à discuter. Le fait de distribuer augmente la probabilité de recourir à un nouvel emprunt, mais quelle est l'influence du niveau d'endettement sur la politique de distribution ?

Tests empiriques

La majorité des études empiriques confirme l'hypothèse de substitution entre distribution et endettement. Le niveau de distribution de dividende est négativement relié à l'endettement de l'entreprise (Jensen et al. (1992), Agrawal et Jayaraman (1994), Crutchley et al. (1999), Chen et Steiner (1999), Fenn et Liang (2001), Hu et Kumar (2004) pour les Etats-Unis, Calvi-Reveyron (1998) pour la France, Gugler et Yurtoglu (2003) pour l'Allemagne). Le niveau des rachats d'actions est lui aussi négativement relié à l'endettement de l'entreprise (Fenn et Liang (2001), Weisbenner (2002), Hu et Kumar (2004), Oswald et Young (2005)).

L'étude des réactions boursières conforte aussi cette hypothèse. Johnson (1995) montre que la réaction boursière à une nouvelle émission de dettes est reliée négativement au niveau des distributions de liquidités.

Certaines études modèrent cependant le soutien empirique à l'hypothèse de substitution.
Par exemple, si le risque d'expropriation des minoritaires est limité, le lien entre endettement et dividende peut être modifié. Ainsi, Smith et Watts (1992) et Gaver et Gaver (1993) montrent que les firmes en croissance, donc moins soumises au risque de FCF, ont simultanément des niveaux d'endettement et de distribution faibles.
Noronha et al. (1996) montrent que les liens entre dividende et endettement ne sont pas significatifs dans les cas où l'entreprise est en croissance et / ou dispose de mécanismes alternatifs de distribution. En revanche, si l'entreprise est en faible croissance et ne dispose pas de mécanismes alternatifs, les auteurs trouvent une relation positive significative entre taux de distribution et niveau des dettes. Ils concluent à la simultanéité de ces deux décisions et à la complémentarité entre les mécanismes.
De même, selon les pays et l'efficacité des mécanismes alternatifs de gouvernance, l'hypothèse de substitution peut être remise en cause. En étudiant le cas espagnol, De Miguel et al. (2005) trouvent une relation positive entre dividende et endettement. Ils concluent à une complémentarité entre les deux variables. Selon les auteurs, la faiblesse des mécanismes de gouvernance externe et du conseil d'administration en Espagne rend la surveillance des managers difficile. Pour pallier à ces lacunes, les firmes espagnoles complètent l'effet des politiques de distribution par celui des politiques d'endettement. En effet, la dette n'est parfois pas suffisante pour discipliner les managers. Aivazian, Booth et Cleary (2006) montrent que les entreprises qui ont des dettes obligataires payent plus de dividende que les entreprises qui ont des dettes bancaires. Les obligataires, dispersés et de petite taille, effectuent un contrôle des dirigeants moins efficace que les banques. Cela permet de penser que certaines dettes offrent un moins bon contrôle des dirigeants et doivent être complétées par un versement de dividende.
Njiokou (1994) contredit lui aussi l'hypothèse de substitution entre dette et dividende. Il trouve une relation positive et significative entre le taux de rendement en dividende et le taux d'endettement à long terme sur un panel d'entreprises cotées aux Etats-Unis, au Canada, en France, en Allemagne et au Royaume Uni.

⇒ L'évidence empirique pousse à conclure à un effet de substitution entre distribution et endettement et fait douter de la pertinence des mécanismes de contrôle modélisés par Easterbrook (1984). Cependant, pour les entreprises où le conflit est important (fort risque de FCF ou peu de mécanismes alternatifs), il est possible que les deux mécanismes se complètent et cumulent leur action afin de contrôler plus efficacement les dirigeants ou les actionnaires principaux.

3. ETUDE DE LA RELATION ENTRE DISTRIBUTION ET MECANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES

Nous nous intéressons maintenant à la relation entre la politique de distribution et les caractéristiques du conseil (3.1.1.), la rémunération des dirigeants (3.1.2.) et les variables d'actionnariat et de contrôle (3.2.).

Le Tableau 14, page 181, résume les résultats de cette revue de littérature.

3.1 CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DISTRIBUTION

La littérature académique considère toujours les dirigeants comme les décideurs des politiques de distribution. Pourtant, d'un point de vue juridique, le conseil d'administration est le principal décideur des politiques de distribution. Aux Etats-Unis, le montant et la fréquence du dividende ou du rachat d'actions sont décidés uniquement par le conseil. En France, le conseil fait une proposition de distribution à l'Assemblée Générale des Actionnaires qui doit l'approuver. Le rôle de l'Assemblée Générale reste cependant symbolique puisqu'elle valide presque systématiquement les propositions du conseil.

D'un point de vue juridique, si les dirigeants ne sont pas membres du conseil, comme c'est le cas dans les conseils de surveillance, ils ne prennent pas part à la décision de distribution. En réalité, leur influence est souvent déterminante (Baker et al. (2001), Brav et al. (2005)) et c'est pour cela que le rôle des dirigeants est considéré comme essentiel par la littérature.

La théorie néglige souvent le rôle du conseil d'administration dans les décisions de distribution. Alors que l'influence du conseil sur les distributions semble déterminante, peu d'études s'y intéressent. Pour mieux apprécier les voies de recherche, nous proposons une revue des quelques éléments de littérature étudiant l'influence des caractéristiques du conseil ou de ses leviers d'actions sur la distribution.

3.1.1. Caractéristiques du conseil et distribution

La recherche théorique s'est à peine intéressée à l'influence du conseil d'administration (CA ci-dessous) sur les politiques de distribution et peu d'éléments permettent de juger du sens de cette influence. Pourtant, la politique de distribution a de fortes chances d'être influencée par la qualité de son décideur. Nous avons conclu du chapitre précédent qu'un conseil de qualité, donc efficace dans son rôle de gouvernance, est un conseil de petite taille, assisté de comités, où les fonctions de président et de directeur général sont dissociées et où l'influence des dirigeants ou des fondateurs est faible. Nous considérerons l'indépendance d'une partie des administrateurs comme un gage de qualité, même s'il existe peu d'évidence empirique à ce sujet.

Discussion théorique

Nous proposons une discussion sur le sens de la relation entre efficacité du conseil et distribution. Deux hypothèses peuvent être faites :

- *Hypothèse de substitution entre les deux instruments.* Si le contrôle effectué par les administrateurs permet de minimiser efficacement les risques d'expropriation, le conseil peut décider de modérer les distributions et ainsi économiser les coûts liés à un tel mécanisme.

Selon cette hypothèse, il existerait un lien négatif entre l'efficacité du conseil et l'importance de la distribution.

- *Hypothèse de complémentarité entre les deux instruments*. Si le contrôle effectué par les administrateurs est imparfait, mais qu'ils ont une indépendance de décision, ils peuvent compléter leur surveillance par une distribution de liquidités. En revanche, si le conseil est inefficace, par exemple s'il est enraciné et à la solde du dirigeant, il aura du mal à décider une distribution qui contraindrait les managers. La distribution sera alors minimale.

Selon cette hypothèse de complémentarité, il existerait un lien positif entre l'efficacité du conseil et l'importance de la distribution.

⇒ *L'hypothèse la plus pertinente semble être celle de la complémentarité*. Deux raisonnements nous amènent à cette conclusion :

- Notre premier raisonnement tient à l'identité du décideur des politiques de distribution. Juridiquement, c'est le conseil qui tient ce rôle. Cependant, si le conseil est enraciné et à la solde des dirigeants, les dirigeants décideront.

Selon l'hypothèse de substitution, un conseil enraciné pousserait à une distribution élevée. Or, il semble difficile de justifier qu'un tel conseil puisse aller à l'encontre des souhaits des dirigeants ou de l'actionnaire principal et décide d'une distribution. L'efficacité du conseil étant limitée du

fait de l'enracinement, il est probable que la décision soit directement prise par les dirigeants et que la distribution soit minimale, conformément à leurs intérêts[85]. Au contraire, un conseil efficace a le pouvoir de redevenir le décideur des politiques de distribution et il semblerait étonnant qu'il décide alors de ne pas distribuer. Nous pensons que ces réflexions mettent à mal l'hypothèse de substitution.

- Le second raisonnement tient à l'efficacité du contrôle exercé par le conseil. Selon l'hypothèse de substitution, l'efficacité du conseil peut être suffisante et rendre la distribution non nécessaire. Or, l'évidence empirique présentée au Chapitre 2 a montré que la surveillance des conseils est limitée, surtout en présence d'un actionnaire dominant[86]. Ainsi, un conseil aura intérêt à compléter son contrôle par d'autres mécanismes de gouvernance, dont la distribution. De nouveau, cela met à mal l'hypothèse de substitution et nous amène à soutenir théoriquement l'hypothèse de complémentarité.

Tests empiriques

Les tests empiriques cherchent à déterminer le lien entre la distribution et les caractéristiques d'un bon conseil. Les quelques recherches existantes ont ainsi étudié l'effet de l'indépendance des administrateurs, de la séparation entre les fonctions de président et de directeur, de la taille du conseil ou de l'influence trop grande de certains membres comme le fondateur[87].

Ces études apportent un soutien faible à l'hypothèse de complémentarité.

Aux Etats-Unis, Hu et Kumar (2004) trouvent une relation significative et positive entre l'indépendance du CA et la distribution. Cependant, quand la taille de la firme est prise en compte dans la régression, la relation devient non significative.

En Grande-Bretagne, Farinha (2003) ne trouve pas de lien entre le taux de distribution en dividende et le pourcentage d'administrateurs non exécutifs au conseil d'administration. En revanche, il trouve un lien positif significatif entre le taux de distribution en dividende et le fait que l'entreprise se conforme au rapport Cadbury (1992). Or, les recommandations de ce code de bonne gouvernance anglais concernent principalement le conseil d'administration et ses administrateurs. Farinha montre ainsi que les firmes qui ont suivi le rapport, et qui ont donc un conseil d'administration de qualité, ont tendance à distribuer davantage de dividende.

[85] Nous raisonnons ici toutes choses égales par ailleurs. Il n'existe donc pas d'autres mécanismes de gouvernance faisant que l'intérêt des managers puisse être de distribuer.

[86] Pour plus de détails, voir le Chapitre 2 – Section 2 –(2.1.2.)

[87] La présence du fondateur à l'intérieur de l'entreprise tend à amoindrir l'efficacité des mécanismes internes de gouvernance (Morck et al. (1989)).

Oswald et Young (2005) montrent que les firmes anglaises qui ne rachètent pas ont une fraction d'administrateurs indépendants plus faible et une influence forte du fondateur. Elles ont aussi un conseil de petite taille, ce qui est contraire à l'hypothèse de complémentarité. Cependant, quand les auteurs cherchent à régresser ces variables sur la probabilité de procéder à un rachat, seule l'influence du fondateur est significative.

En France, Godard et Schatt (2004) trouvent une relation positive, mais non significative entre l'existence d'une distribution de dividende et la présence d'administrateurs indépendants ou la dissociation des fonctions de président et de directeur. Ils ne s'intéressent cependant qu'à l'existence d'une distribution et pas aux montants distribués.

L'étude de Bathala et Rao (1995) contredit l'hypothèse de complémentarité. A partir d'une étude sur 262 entreprises américaines, les auteurs trouvent une relation négative entre la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et le taux de distribution en dividende.

Les études des réactions boursières aux distributions ne permettent pas de différencier l'hypothèse de complémentarité de celle de substitution. Borokhovich, Brunarski, Harman et al. (2005) trouvent que les firmes avec une majorité d'administrateurs indépendants ont des rendements anormaux plus faibles autour de l'annonce de larges augmentations du dividende. Cela peut être le signe d'une substitution : le dividende est moins nécessaire lorsque le conseil est indépendant. Mais cela peut aussi conforter l'hypothèse de complémentarité : la surprise d'une distribution est moindre lorsque le conseil est indépendant, car il a alors tendance à distribuer davantage. Lie (2000) montre que le fait que le CA soit indépendant ne modifie pas la réaction des marchés aux annonces de distribution.

⇒ Nous avons fait l'hypothèse d'une complémentarité entre les critères d'efficacité du conseil et les politiques de distribution.

Cependant, les résultats des études empiriques ne permettent pas de conforter réellement cette hypothèse. Elles s'intéressent principalement à l'indépendance du conseil qui reste un élément de gouvernance dont l'efficacité est contestée[88]. Nous pensons donc que de nouveaux tests empiriques plus poussés, incluant davantage de variables, doivent être effectués pour pouvoir conclure sur les liens entre caractéristiques du conseil et politiques de distribution.

[88] Pour plus de détails, voir le Chapitre 2 – Section 2 – (2.1.2.2.3.)

3.1.2. Rémunération du dirigeant et distribution

La rémunération est un des principaux leviers d'action du conseil pour contrôler le comportement des managers. Nous avons conclu du chapitre précédent que la composante de la rémunération qui permet le meilleur alignement des intérêts du manager sur ceux des actionnaires est la stock-option[89]. C'est pourquoi nous étudions uniquement l'effet sur les politiques de distribution de la rémunération par stock-options.

La relation entre ces deux mécanismes de gouvernance apparaît complexe et fonction de plusieurs éléments.

Tout d'abord, l'effet des stock-options sur le comportement du manager dépend de sa détention actionnariale initiale. Elles ne constituent un bon mécanisme de gouvernance que dans le cas d'un conflit entre actionnaires et dirigeants, car elles ne permettent pas de faire converger les intérêts des actionnaires majoritaires et minoritaires.

Ensuite, la détention par les managers de stock-options n'a pas le même effet sur le rachat et sur le dividende. Le dividende a un effet négatif sur la valeur des stock-options, au contraire du rachat. Ainsi, les managers possédant des options sont tentés de privilégier le rachat au détriment du dividende[90]. Nous étudierons cette relation dans la section suivante afin d'éclairer le choix de l'instrument de distribution.

A ce stade, nous nous concentrons uniquement sur l'effet de la possession par les managers de stock-options sur la politique de distribution totale. Etant donné les différents effets énoncés ci-dessus, il est difficile de prédire une substitution ou une complémentarité entre les deux mécanismes. Les rares tests empiriques qui se sont intéressés à l'effet des stock-options sur la distribution totale vont cependant dans le sens de la substitution :

Weisbenner (2002) et Fenn et Liang (2001) montrent que le niveau des stock-options des dirigeants a un effet négatif sur la distribution totale. Jolls (1998) trouve que la probabilité que l'entreprise n'augmente pas sa distribution est d'autant plus forte que les dirigeants possèdent des stock-options.

Hu et Kumar (2004) s'intéressent au nombre de stock-options exerçables détenues par le CEO et au nombre d'options qui lui ont été distribuées dans l'année. Ils testent l'effet de ces variables sur la probabilité de distribuer et sur les montants distribués, en prenant en compte rachat et dividende. Ils trouvent que le nombre de stock-options exerçables a un effet significatif et positif

[89] Pour plus de détails, voir le Chapitre 2 – Section 2 – (2.1.2.1.1.)

[90] Pour plus de détails, voir le Chapitre 1 – Section 1 – (2.2.1.2.)

sur la probabilité de distribuer, qui disparaît lorsque la taille est contrôlée. Leur étude conclue donc à un manque d'effet significatif des stock-options sur les montants distribués totaux.

⇒ Il existe trop peu de recherches académiques sur l'effet de la rémunération par stock-options du dirigeant sur la politique de distribution pour pouvoir faire une hypothèse sur le sens du lien. Cependant, le fait que les deux instruments soient coûteux et le fait que l'actionnariat interne, comme nous allons le voir, a tendance à avoir à bas niveau un effet négatif sur les distributions, peut laisser penser que stock-options et distribution ont tendance à se substituer. De plus, il est probable que les stock-options n'aient pas d'effet sur les distributions si le dirigeant a un actionnariat fort.

3.2. STRUCTURE D'ACTIONNARIAT ET DISTRIBUTION

La structure de l'actionnariat a un effet particulièrement complexe sur les conflits d'agence. Selon les cas, la détention de certains actionnaires peut aggraver les conflits d'agence ou au contraire les réguler. C'est principalement la détention des managers et des blocs d'actionnaires qui influencent (négativement ou positivement) l'intensité des conflits.
Nous étudions ici les liens entre ces deux types de détention et les politiques de distribution.

3.2.1. Actionnariat interne, premier actionnaire et distribution

Les liens entre les politiques de distribution et l'actionnariat interne[91] ou la détention du premier actionnaire sont délicats à modéliser. Plusieurs hypothèses peuvent illustrer ces liens : substitution, complémentarité ou relation non linéaire. Nous étudions successivement ces trois hypothèses. Nous verrons dans un dernier point que l'identité des actionnaires principaux peut influencer la relation.

3.2.1.1. Etude de la relation entre actionnariat interne, premier actionnaire et distribution

3.2.1.1.1. Hypothèse de substitution

Cas de l'actionnariat interne

Easterbrook (1984) et Rozeff (1982) font l'hypothèse d'une substitution entre actionnariat interne et dividende. La détention d'actions par les dirigeants permet de modérer le conflit entre

[91] La notion d'actionnariat interne fait référence soit à l'actionnariat des dirigeants et des administrateurs, soit à l'actionnariat des dirigeants uniquement.

actionnaires et dirigeants et diminue la nécessité d'une gouvernance par la distribution. Cette hypothèse trouve un fort soutien empirique.

Les tests montrent qu'il existe une relation négative entre la distribution de dividende et le niveau d'actionnariat interne (Rozeff (1982), Jensen et al. (1992), Dempsey et Laber (1992), Agrawal et Jayaraman (1994), Moh'd et al. (1995), Holder, Langrehr et Hexter (1998), Chen et Steiner (1999), Hu et Kumar (2004), Blouin et Nondorf (2004) pour les Etats-Unis, Short et al. (2002) pour la Grande Bretagne, Calvi-Reveyron (2000) pour la France). Noronha et al. (1996) montrent que lorsque l'entreprise est en faible croissance et dispose de peu de mécanismes de gouvernance alternatifs, il existe une relation négative entre l'actionnariat interne et la distribution de dividende. En Grande Bretagne, Oswald et Young (2005) estiment que la probabilité qu'une firme fasse un rachat d'actions est négativement et fortement reliée au niveau d'actionnariat interne.

Cas de la détention du premier actionnaire

Hu et Kumar (2004) montrent l'influence négative sur la probabilité de distribuer et sur le taux de rendement de la détention du premier actionnaire externe le plus important. Ils notent que 40% de leur échantillon n'a pas d'actionnaire possédant plus de 5% du capital.

Maury et Pajuste (2002) montrent l'influence négative sur le taux de distribution en dividende du niveau de contrôle du premier actionnaire.

Ces résultats vont dans le sens de l'hypothèse de substitution, mais peuvent être aussi la preuve d'une expropriation des minoritaires par un actionnaire de contrôle. En effet, selon Maury et Pajuste (2002), la présence d'un actionnaire ayant plus de la moitié du contrôle de la firme a un effet négatif sur le taux de distribution.

L'étude de l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les politiques de dividende conforte l'hypothèse de substitution. Rozeff (1982), Lloyd et al. (1985), Dempsey et Laber (1992), Moh'd et al. (1995) montrent qu'il existe une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et le taux de distribution de dividende. En France, Dereeper et Romon (2006) confirment l'influence négative de la concentration de l'actionnariat sur la probabilité de procéder à un rachat.

3.2.1.1.2. Hypothèse de complémentarité

Cas de l'actionnariat interne

Jensen (1986) suggère que l'entreprise est confrontée à des coûts d'agence élevés lorsque son FCF est important. La présence de mécanismes de gouvernance internes permet alors de pousser les managers à distribuer. Dans ce cadre, l'hypothèse d'une complémentarité entre distribution et actionnariat interne peut être faite pour les entreprises à fort risque de FCF.

Peu d'études empiriques confirment cette hypothèse. Aux Etats-Unis, Fenn et Liang (2001) montrent une complémentarité entre ces deux mécanismes, dans les entreprises au risque de FCF élevé et seulement pour des niveaux faibles d'actionnariat interne. Stouraitis et Wu (2004) confirment ces résultats pour les entreprises japonaises en faible croissance. En Espagne, De Miguel et al. (2005) confirment eux aussi l'existence d'une complémentarité, mais pas dans le cadre d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

L'existence d'un lien positif entre distribution et actionnariat interne peut être la preuve d'une complémentarité entre les deux instruments. Cependant, ce lien peut aussi se comprendre comme le fait que face à un risque croissant d'expropriation (le dirigeant devenant un actionnaire important), les distributions sont augmentées. L'étude des cours boursiers faite par Howe, Vogt et He (2003) peut illustrer ce propos : les réactions boursières à une distribution sont plus importantes lorsque l'actionnariat interne est fort. Cette étude ne va ni dans le sens de la complémentarité, ni dans celui de la substitution, mais plutôt dans le sens d'un risque d'expropriation croissant.

Cas de la détention du premier actionnaire

A notre connaissance, aucune étude empirique ne trouve de résultat permettant d'appuyer spécifiquement l'hypothèse de complémentarité entre la détention du premier actionnaire et la politique de distribution. Nous verrons cependant dans le paragraphe suivant que certaines études montrent que la présence de gros actionnaires favorise les distributions. Cependant, ces études ne s'intéressent jamais spécifiquement au premier actionnaire et considèrent l'ensemble des blocs.

3.2.1.1.3. Hypothèse d'une relation non linéaire

L'actionnariat interne et la détention du premier actionnaire constituent des mécanismes de gouvernance dans le conflit entre actionnaires et dirigeants. Le premier permet d'aligner les intérêts des parties et le second engendre une surveillance accrue des managers. Il est cependant difficile de pouvoir les considérer comme des mécanismes de gouvernance dans le cadre du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires[92]. Il n'y a alors plus d'alignement des intérêts, ni surveillance par lui même de l'actionnaire majoritaire.

Ainsi, lorsque ce second conflit est pris en compte, l'hypothèse d'une relation non linéaire de la distribution avec l'importance de l'actionnariat semble la plus pertinente. Se pose alors la question de la forme de cette relation : en forme de U ou de U inversé ?

En cas de conflit, la distribution est nécessaire pour contrôler le manager ou le majoritaire. Ainsi, si le conflit est fort, on peut penser que les distributions seront importantes. Cependant, si le conflit est fort et qu'aucun mécanisme ne contrôle le manager ou le majoritaire, alors il est probable que ce dernier minimise les distributions afin d'augmenter le FCF et de faciliter leur extraction de bénéfices privés.

Ce raisonnement est résumé dans la Figure ci-dessous.

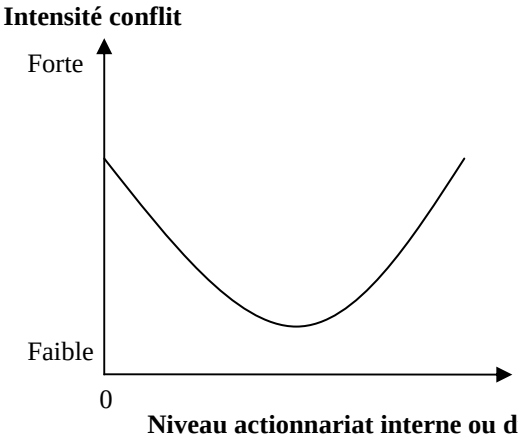
[92] Pour un rappel des caractéristiques du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, voir le Chapitre 2 – Section 1 – (2.2.)

Figure 3 – Influence de l'actionnariat interne ou du premier actionnaire sur l'intensité du conflit d'agence et conséquence sur la distribution

Selon le niveau d'actionnariat interne ou du premier actionnaire, les conflits d'agence varient d'intensité et de nature. Les conflits sont forts à faible niveau d'actionnariat et se caractérisent par une opposition entre actionnaires et dirigeants. Ils sont aussi importants à fort niveau d'actionnariat et se caractérisent par une opposition entre actionnaires majoritaires et minoritaires *(Graphique 1).*

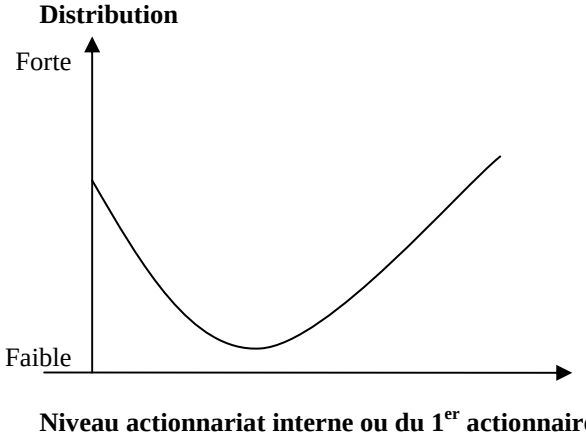
L'intensité du conflit peut avoir deux effets différents sur la distribution. Plus l'intensité du conflit est forte et plus une distribution de liquidités est nécessaire pour éviter l'extraction de bénéfices privés *(Graphique 2)*. Cependant, plus l'intensité du conflit est forte et plus les dirigeants ou l'actionnaire majoritaire auront tendance à diminuer la distribution afin de maximiser leurs bénéfices privés *(Graphique 3)*. C'est la présence ou non de mécanismes de gouvernance alternatifs qui déterminera l'effet dominant.

(Graphique 1)



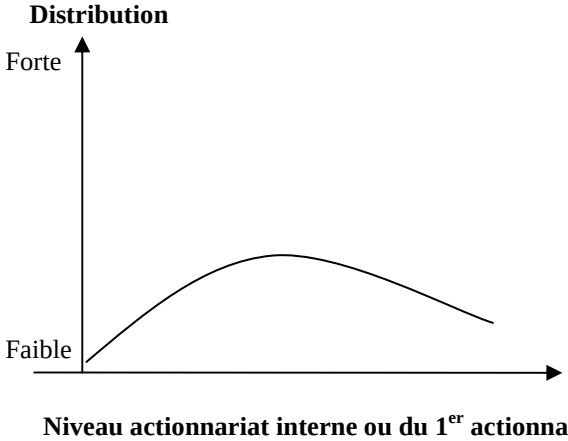
Présence de mécanismes forçant la distribution

(Graphique 2)



Absence de mécanismes forçant la distribution

(Graphique 3)



Afin de compléter cette réflexion théorique, étudions plus précisément les recherches faites pour chacun des deux éléments d'actionnariat.

Cas de l'actionnariat interne

La détention d'actions par les managers aide à aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires, mais uniquement pour des niveaux faibles d'actionnariat. A partir d'une certaine détention, les intérêts du manager - actionnaire diffèrent de nouveau. Il devient un actionnaire important capable d'extraire des bénéfices privés.

La théorie de l'enracinement fait donc l'hypothèse d'une relation non linéaire entre le niveau d'actionnariat interne et l'intensité des conflits d'agence.

Ainsi, Morck et al. (1988), McConnel et Servaes (1990) et Hermalin et Weisbach (1991) [93] mettent en avant une relation non linéaire entre le niveau d'actionnariat interne et la performance de l'entreprise.

La prise en compte des hypothèses d'enracinement implique alors l'existence d'une relation non linéaire entre la détention managériale et le dividende perçu.

Si des mécanismes alternatifs permettent de forcer le manager à distribuer, une relation en forme de U peut être déterminée entre ces deux variables. A bas niveau d'actionnariat interne, les intérêts du manager diffèrent de ceux des actionnaires et le versement de dividende constitue alors un moyen de gouvernance nécessaire. Plus ce niveau d'actionnariat augmente et moins le dividende est nécessaire pour contrôler les managers. Cependant, à partir du seuil d'enracinement, la détention des managers est telle, que leurs intérêts divergent de nouveau de ceux des actionnaires minoritaires. Le dividende redevient alors nécessaire pour éviter des extractions de bénéfices privés par le dirigeant.

L'existence d'une relation en forme de U entre le niveau d'actionnariat interne et le taux de distribution ou de rendement en dividende est soutenue empiriquement par Schooley et Barney (1994), Crutchley et al. (1999) et Farinha (2003). L'actionnariat managérial constitue un mécanisme de gouvernance, jusqu'à ce qu'il favorise l'enracinement du dirigeant.

Aucune étude n'a mis en avant une relation en forme de U inversé. Le fait que ces études soient réalisées uniquement aux Etats-Unis suggère qu'il existe toujours des mécanismes alternatifs forçant la distribution, telle que la législation par exemple (La Porta et al. (2000a)).

[93] Voir Chapitre 2 – Section 2 – (2.1.2.1.1.) pour plus de détails sur les études de la relation non linéaire entre actionnariat interne et performance de l'entreprise.

Cas de la détention du premier actionnaire

Selon Shleifer et Vishny (1986), plus un actionnaire est important et plus il sera motivé à surveiller les managers. Ainsi, si l'actionnaire devient majoritaire, il contrôlera parfaitement les comportements divergents du dirigeant. Cependant, il aura aussi la possibilité d'extraire pour son propre compte des bénéfices privés. Une relation non linéaire apparaît alors entre la nécessité d'une politique de distribution et l'actionnariat du premier actionnaire.

Si l'on suppose l'existence de mécanismes de gouvernance alternatifs, l'hypothèse d'une **relation en forme de U** entre la détention du premier actionnaire et la politique de distribution peut être faite. Lorsque la détention du premier actionnaire est faible, sa présence ne suffit pas à contrôler les dirigeants et la distribution est nécessaire. Lorsque la détention de cet actionnaire croît, sa surveillance devient plus efficace et la distribution moins nécessaire. A un haut niveau d'actionnariat, lorsque le gros actionnaire devient un actionnaire dominant, il peut extraire des bénéfices privés et la distribution de liquidités redevient nécessaire.

A l'inverse, si l'on suppose l'absence de mécanismes de gouvernance alternatifs, l'hypothèse d'une **relation en forme de U inversé** entre la détention du premier actionnaire et la politique de distribution peut être faite. Lorsque l'actionnariat est dilué, aucun contrôle n'est exercé sur le dirigeant qui peut alors minimiser la distribution afin de maximiser ses bénéfices privés. Lorsqu'un gros actionnaire apparaît, il devient capable de contrôler les dirigeants et les force alors à distribuer. Mais, lorsque la détention de cet actionnaire croît, il devient un actionnaire dominant et diminue alors la distribution afin d'extraire des bénéfices privés.

A notre connaissance, seules deux études empiriques ont testé cette relation. Leurs résultats, provenant pourtant d'échantillons proches, diffèrent totalement.

Correia Da Silva et al. (2004), sur un échantillon de 416 firmes allemandes cotées en 1993, montrent empiriquement l'existence d'une relation en forme de U entre le contrôle exercé par le premier actionnaire et la politique de dividende. A faible niveau de contrôle, la surveillance exercée par l'actionnaire se substitue au dividende. A partir d'un niveau de contrôle qu'ils estiment à 43,9%, les intérêts du premier actionnaire divergent de ceux des minoritaires et il doit être surveillé. Le taux de distribution et le niveau de contrôle sont alors liés positivement.

Gugler et Yurtoglu (2003) sur un échantillon de 266 firmes allemandes cotées, sur la période 1992-1998 trouvent une relation en forme de U inversé entre le contrôle du premier actionnaire et la distribution de dividende, avec un seuil à 34,4%. Leurs résultats sont étonnants car ils

montrent également l'existence d'une relation en forme de U entre l'actionnariat du premier actionnaire et la distribution de dividende, avec un seuil à 28%.

Les auteurs expliquent ces résultats de la façon suivante. La possession de droits de vote permet au premier actionnaire de contrôler efficacement les managers et de les pousser à distribuer. Mais lorsque son contrôle devient important, il freine la distribution pour augmenter le FCF et pouvoir extraire plus facilement des bénéfices privés. Au contraire, le niveau d'actionnariat a un effet inverse car il a tendance à aligner les intérêts des actionnaires entre eux. Ils n'expliquent pas le fait que l'actionnariat a un effet négatif sur la distribution à faible taux d'actionnariat.

Gugler et Yurtoglu (2003) montrent aussi que plus on s'éloigne du principe « une action = un droit de vote » et plus le taux de distribution est faible. Ainsi, plus la capacité d'expropriation par l'actionnaire majoritaire est forte, plus il a tendance à minorer les distributions.

Ces études montrent qu'il n'existe pas d'évidence sur le sens de la relation entre le contrôle du premier dirigeant et la distribution.

Conclusion sur la relation entre actionnariat interne ou détention du premier actionnaire et politique de distribution

Il est difficile de trancher entre les différentes hypothèses présentées ci-dessus. Cependant, plusieurs points confortent l'hypothèse d'une relation non linéaire entre l'actionnariat interne ou celui du premier actionnaire et les politiques de distribution.

- Nous considérons l'existence de conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Il est donc pertinent de penser qu'à partir d'un certain niveau de détention, l'actionnariat interne et celui du premier actionnaire cessent d'être des mécanismes de gouvernance et deviennent les causes du conflit. Ainsi, la relation entre actionnariat interne ou détention du premier actionnaire et distribution varierait selon les niveaux d'actionnariat.

- La grande majorité des études empiriques montre l'existence d'une relation négative entre ces variables d'actionnariat (interne et premier actionnaire) et la distribution. Cependant, nous pensons que ces résultats ne contredisent pas l'existence d'une relation non linéaire. En effet, ces études ont été majoritairement réalisées dans des pays anglo-saxons où l'actionnariat est peu concentré. Il est alors probable que ces recherches n'aient intégré que la première partie de la relation non linéaire, c'est-à-dire celle pour des niveaux faibles d'actionnariat. Cela pousserait à conclure à l'existence d'une relation en forme de U et non de U inversé, dans ces pays.

- Enfin, dans les pays anglo-saxons, la législation est supposée protèger les investisseurs. Il y existerait donc des mécanismes forçant la distribution lorsque les conflits d'agence sont forts. Cela vient conforter l'hypothèse d'une relation en forme de U dans ces pays.
Cependant, qu'en est-il de la France ? Selon La Porta et al. (2000a), les pays de droit civil français et donc la France, sont de mauvais exemples de protection légale des investisseurs. De plus, le marché des prises de contrôle y est faible. Ainsi, il n'est pas sûr que dans le cas français, des mécanismes de gouvernance viennent forcer les distributions en cas de conflits d'agence. Dans ce cas, en présence de conflits, la politique de distribution ne parvient pas à remplir son rôle de gouvernance et l'hypothèse d'une relation en forme de U inversé devra être faite.

$\Rightarrow$ Nous concluons donc cette partie en faisant l'hypothèse d'une relation non linéaire entre l'actionnariat interne ou celui du premier actionnaire et les politiques de distribution. La forme de cette relation ($\cap$ ou $\cup$) dépendra de la présence d'autres mécanismes de gouvernance.

3.2.1.2. Influence de l'identité du premier actionnaire

Le risque d'expropriation des minoritaires, et donc la nécessité d'une distribution, dépendent du niveau de contrôle exercé par le premier actionnaire, mais aussi de l'identité de cet actionnaire. La capacité à extraire des bénéfices privés ou la difficulté à être contrôlé peut varier selon l'identité des actionnaires. De plus, quand l'actionnaire n'est pas un individuel, il peut lui même être soumis en interne à des conflits d'agence qui peuvent influencer ses choix (Correia Da Silva et al. (2004)).
Afin de tester cette hypothèse, quelques études se sont intéressées à l'influence de l'identité de l'actionnaire de contrôle sur les politiques de distribution. Cette variable permet d'expliquer une partie des variations dans les politiques de distribution, mais les résultats divergent selon les pays. Il est donc difficile d'en tirer des conclusions.

En Allemagne, Correia Da Silva et al. (2004) montrent que lorsque l'actionnaire de contrôle est une banque, cela a un fort effet négatif et significatif sur le taux de distribution de dividende. Si l'actionnaire de contrôle est une entreprise, l'influence est négative, mais non significative. Enfin, si c'est une famille, l'influence est positive mais encore une fois non significative. Goergen, Renneboog et Correia da Silva (2005) confirment ces résultats en montrant que lorsque l'actionnaire principal est une banque, la firme a davantage tendance à couper son dividende.

En Autriche, Gugler (2003) trouve que l'identité de l'actionnaire de contrôle influence uniquement le taux de distribution des entreprises ayant beaucoup d'opportunités d'investissement. Il montre que les entreprises contrôlées par l'Etat ont un taux de distribution plus fort que les entreprises contrôlées par une autre entreprise ou par une banque. Les entreprises contrôlées par des familles ont les taux de distribution les plus faibles.

En Grande Bretagne, Renneboog et Trojanowski (2005a) estiment que les distributions de dividende et de rachat des firmes contrôlées par un individuel non dirigeant ou par une entreprise industrielle sont plus faibles que celles faites par les firmes contrôlées par un institutionnel.

En France, Calvi-Reveyron (2000) montrent que les firmes familiales distribuent moins de dividende que les entreprises managériales ou que les entreprises contrôlées par d'autres types d'actionnaires.

En Finlande, Maury et Pajuste (2002) montrent que si l'actionnaire de contrôle est un particulier, mais qu'il n'est pas dirigeant, cela favorise la distribution de dividende. Au contraire, si c'est un dirigeant, cela affecte négativement la distribution. De plus, ils constatent que si l'entreprise est affiliée à un groupe, la distribution est diminuée. Ce dernier résultat est contraire à celui de Faccio et al. (2001) qui trouvent à partir d'un panel d'entreprises européennes et asiatiques, que les firmes affiliées à un groupe distribuent davantage de dividende.

⇒ Les résultats empiriques montrent que l'identité de l'actionnaire principal a une influence sur la distribution. En effet, certains actionnaires, comme les personnes morales, sont soumis à des conflits d'agence en interne et n'ont donc certainement pas le même comportement qu'un individuel. De même, la fiscalité de l'actionnaire principal, ses valeurs ou ses besoins en liquidités vont influencer différemment les politiques de distribution, selon son identité.

La distribution est donc influencée par l'identité de l'actionnaire principal, mais il est impossible à ce stade de la recherche de préciser le sens de cette influence.

3.2.2. Actionnaires de blocs et distribution

Nous nous intéressons à présent à l'influence sur les politiques de distribution des actionnaires de blocs qui ne sont ni internes à la firme, ni les premiers actionnaires.

La présence de ces gros actionnaires permet de contrôler ou de surveiller les dirigeants ou l'actionnaire de contrôle. Si ce contrôle est suffisant pour limiter l'extraction de bénéfices privés, il n'est alors pas nécessaire de distribuer et l'on peut faire l'hypothèse d'une substitution entre ces mécanismes de gouvernance. Au contraire, si ces gros actionnaires ne peuvent surveiller efficacement les dirigeants, ils vont les pousser à distribuer pour limiter les risques de FCF. La

distribution est alors favorisée par leur présence et l'on peut faire l'hypothèse d'une complémentarité entre les mécanismes.

Plusieurs études empiriques trouvent une relation négative entre le capital détenu par des gros actionnaires et les taux de distribution (Renneboog et Trojanowski (2005a), Thomsen (2005)). Cela va dans le sens de l'hypothèse de substitution. Selon Thomsen (2005), l'influence des gros actionnaires est plus négative dans les pays anglo-saxons qu'en Europe Continentale.

En présence d'un actionnaire de contrôle, les autres gros actionnaires peuvent avoir une influence positive ou négative sur la politique de distribution :
- ils peuvent surveiller et contrôler l'actionnaire majoritaire et donc le pousser à distribuer. Ils ont alors une influence positive sur la distribution (Faccio et al. (2001) en Europe, Gugler et Yurtoglu (2003) en Allemagne),
- ou ils peuvent s'associer à l'actionnaire majoritaire et profiter des bénéfices privés qu'il extrait. Ils ont alors une influence négative sur la distribution (Faccio et al. (2001) en Asie du Sud Est, Maury et Pajuste (2002) en Finlande).

Ainsi, l'influence sur la politique de distribution de l'actionnariat de blocs varie. L'identité de ces actionnaires peut aider à comprendre la nature des relations avec les distributions. Cependant, les études sont rares.
Quand on ne s'intéresse pas à l'actionnaire de contrôle, seule l'influence de l'actionnariat institutionnel a été étudiée. Les résultats de ces études vont dans le sens d'une complémentarité entre la présence d'institutionnels et les politiques de distribution[94].

Selon l'hypothèse de complémentarité, les institutionnels ne contrôlent pas directement les managers, mais les poussent à distribuer pour diminuer le FCF ou subir la surveillance du marché lors de levée de capitaux. Ainsi, la présence d'institutionnels favorise les distributions.
Les tests empiriques confirment l'existence d'une relation positive entre la politique de dividende et le niveau de détention institutionnelle (Eckbo et Verma (1994), Moh'd et al. (1995),

[94] Ce résultat peut sembler étonnant sachant que nous avons rejeté le modèle de Allen, Bernardo et Welch (2000) en invoquant un manque d'évidence empirique sur la relation entre institutionnels et dividende. Deux raisons expliquent cela. Tout d'abord, nous nous intéressons ici à la distribution totale donc au rachat et au dividende. Ensuite, nous avons rejeté l'hypothèse de causalité proposée dans le modèle d'Allen et al (2000) : il ne semble pas que pour des raisons fiscales ou réglementaires, les institutionnels investissent dans des entreprises distribuant des dividendes.

Short et al. (2002), Farinha (2003), Jolls (1998) qui confirme ce résultat pour les rachats et les dividendes). En France, Debaere (2003b) montre que seule la détention institutionnelle étrangère a un impact positif et significatif sur le montant des dividendes. L'effet de l'actionnariat institutionnel français a un impact positif, mais non significatif.

Blouin et Nondorf (2004) étudient les distributions de dividende et les rachats d'actions et montrent qu'il y a moins d'institutionnels dans les entreprises qui ne distribuent pas.

En s'intéressant aux firmes japonaises, Stouraitis et Wu (2004) trouvent que l'actionnariat des institutionnels a un effet positif sur les dividendes, dans le cas des entreprises à faible croissance. Pour les entreprises à forte croissance, ils ne trouvent pas de lien.

Seuls Grinstein et Michaely (2005) ne trouvent pas d'évidence selon laquelle les investisseurs institutionnels pousseraient les firmes à distribuer des dividendes ou à faire du rachat.

⇒ L'influence des actionnaires de blocs sur les distributions n'est donc pas claire et est peut-être fonction de leur identité. Plusieurs hypothèses peuvent être faites :

- les actionnaires de blocs surveillent efficacement les dirigeants ou l'actionnaire principal et la distribution n'est alors pas nécessaire. Il y a substitution entre les deux mécanismes.

- les actionnaires de blocs ne contrôlent pas efficacement les dirigeants et les poussent alors à distribuer pour limiter l'expropriation. Il y a complémentarité entre les deux mécanismes. C'est par exemple le cas des institutionnels.

- Enfin, parfois, les actionnaires de blocs s'allient aux actionnaires majoritaires et exproprient avec eux les minoritaires. Il y a alors une influence négative de leur présence sur les distributions, sans pour autant pouvoir parler de substitution.

Conclusion et synthèse des Sections 2 et 3

Le tableau ci-dessous récapitule les informations issues de notre revue de littérature sur les relations entre mécanismes de gouvernance et politiques de distribution.

Tableau 14 – Synthèse de notre revue de littérature sur les relations entre mécanismes de gouvernance et politique de distribution

MECANISME DE GOUVERNANCE			RELATION AVEC LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION	REMARQUES
EXTERNE	**Législation**		Complémentarité	
	Marchés des actions		Complémentarité	
	Dette		Substitution	Dans le cas d'entreprise à fort risque de FCF et sans aucun mécanisme de gouvernance alternatif, l'hypothèse d'une complémentarité peut être faite.
INTERNE	**CA**	Caractéristiques CA efficace	Complémentarité (?)	Soutien empirique très limité
		Stock-options	Substitution (?)	Soutien empirique très limité
	Actionnariat	Actionnariat ou contrôle des dirigeants et du premier actionnaire	Relation non linéaire	Du fait de l'ambiguïté de ces variables, qui sont à la fois des causes et des solutions au conflit, la relation est non linéaire. Sa forme dépend de la présence de mécanismes alternatifs de gouvernance pouvant forcer la distribution : - Relation en forme de U inversé en l'absence d'autres mécanismes - Relation en forme de U en présence d'autres mécanismes
		Identité du premier actionnaire	Influence variable	La littérature ne s'accorde pas sur le sens de l'influence de la présence d'un actionnaire principal qui soit une famille, une banque, une entreprise, un institutionnel, l'Etat… Les résultats varient selon les pays.
		Actionnariat ou contrôle des actionnaires de blocs *(ni interne, ni premier)*	Influence variable	La littérature ne s'accorde pas sur le sens de l'influence de la détention actionnariale des actionnaires de blocs. Cette influence dépend certainement de l'identité de l'actionnaire : - *Inv. Institutionnels :* Complémentarité - *Autres actionnaires :* **?** Il n'existe aucun élément de littérature sur l'influence de la présence d'actionnariat de blocs famille, banque, entreprise, Etat…

PREMIER MODELE : HYPOTHESES THEORIQUES RELATIVES A LA DETERMINATION DES MONTANTS DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Au travers de la revue de littérature présentée dans ce chapitre, nous avons discuté du rôle de gouvernance des politiques de distribution. Face à un conflit d'agence entre dirigeants et actionnaires ou entre actionnaires majoritaires et minoritaires, ces politiques permettent de limiter les liquidités à disposition des agents et favorisent la surveillance des marchés. Elles limitent ainsi les conséquences négatives des conflits pour les actionnaires externes.
Ce rôle de la distribution permet d'expliquer son utilisation et son ampleur. Les décisions de dividende et de rachat devraient être fonction de plusieurs éléments :
- les éléments qui déterminent l'intensité des conflits d'agence et qui doivent donc avoir une influence sur les décisions de distribution ;
- les autres mécanismes de gouvernance qui limitent l'intensité des conflits d'agence et qui donc influencent les distributions. Parmi ces mécanismes de gouvernance, les variables d'actionnariat ont un effet ambigu. En effet, le rôle de gouvernance de certains actionnaires est parfois remis en cause et l'on considère que leur présence intensifie les conflits d'agence.

Un des premiers objectifs de cette thèse est d'éclaircir les relations entre ces différentes variables.

Les conclusions de cette revue de littérature permettent de dégager une première question de recherche :
Au sein d'une entreprise, quelle est l'influence sur les montants de distribution, des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance ?

Afin de répondre à cette question, et grâce à l'étude de la littérature et l'analyse du cadre conceptuel de l'agence, nous avons dégagé un modèle explicatif des montants des politiques de distribution. Ce modèle est constitué de trois séries de propositions théoriques que nous testerons empiriquement dans la seconde partie de cette thèse.

PREMIERE SERIE D'HYPOTHESES : INFLUENCE DES DETERMINANTS DES CONFLITS D'AGENCE

La première partie théorique de cette thèse a mis en avant deux conflits d'agence dont l'intensité peut influencer les politiques de distribution : le conflit entre actionnaires et dirigeants et celui entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Nous faisons l'hypothèse que les déterminants de ces conflits influencent les distributions.

Trois déterminants de l'intensité des conflits ont été identifiés : le risque de Free Cash Flow, la concentration de l'actionnariat et le pouvoir du premier actionnaire. Ils donnent lieu à une première série de trois hypothèses, que nous commentons ci-dessous.

- Influence du risque de Free Cash Flow (FCF)

Face à des liquidités abondantes et à un manque d'opportunités d'investissement, le risque d'expropriation des minoritaires et donc l'intensité des conflits d'agence augmentent. La pression des actionnaires externes pousse alors les managers à distribuer. Ainsi, face à un risque de FCF important, la distribution devrait augmenter.

Cependant, cette hypothèse est-elle pertinente en l'absence de mécanismes permettant aux actionnaires externes de faire pression sur les acteurs internes ? Pourquoi les acteurs internes distribueraient-ils alors qu'aucun mécanisme de gouvernance ne les force à cela ?

Face à cette question, nous faisons l'hypothèse suivante. Lorsque les liquidités au sein de l'entreprise sont importantes (et donc le risque de FCF fort), les acteurs internes peuvent choisir d'extraire des bénéfices privés, tout en envoyant au marché, via la distribution, une assurance de leur bon comportement. Ils s'acquittent ainsi d'un coût d'obligation au sens de Jensen et Meckling (1976). L'importance des liquidités leur permet à la fois de satisfaire leur intérêt propre via l'extraction de bénéfices privés et de donner le signal de leur bonne volonté via la distribution.

Ainsi, lorsque le risque de FCF augmente, c'est-à-dire lorsque les opportunités de croissance de l'entreprise sont faibles et que ses liquidités sont importantes, nous faisons l'hypothèse que la distribution de liquidités augmente. Cette augmentation sera d'autant plus forte qu'il existe des mécanismes de gouvernance alternatifs.

Hypothèse 1.A. : *Il existe une relation négative entre le niveau des opportunités de croissance de l'entreprise et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 1.B. : *Il existe une relation positive entre les liquidités de l'entreprise et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.*

- Influence de la concentration de l'actionnariat

Le second déterminant des conflits auquel nous nous intéressons est la concentration de l'actionnariat[95].

Lorsque l'actionnariat est très dispersé, l'intensité du conflit d'agence entre actionnaires et dirigeants est forte. Les actionnaires externes cherchent alors à maximiser la distribution afin de limiter l'extraction de bénéfices privés par les managers. Cependant, ils ne pourront exiger une distribution que s'ils ont les moyens de contrôler ou d'influencer ces dirigeants, c'est-à-dire si d'autres mécanismes de gouvernance sont mis en place. Si aucun mécanisme ne force les dirigeants à la distribution, ils la minimiseront afin de favoriser leurs intérêts propres.

De même, lorsque l'actionnariat est très concentré, l'intensité du conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires est forte. Les actionnaires externes cherchent alors à maximiser la distribution afin de limiter l'extraction de bénéfices privés par l'actionnaire dominant. Cependant, ils ne pourront exiger une telle distribution que s'ils ont les moyens de contrôler ou d'influencer cet actionnaire, c'est-à-dire si d'autres mécanismes de gouvernance sont mis en place. Si aucun mécanisme ne force l'actionnaire dominant à la distribution, il la minimisera afin de favoriser ses intérêts propres.

Ces différents raisonnements montrent que la relation entre montants de distribution et concentration de l'actionnariat est non linéaire et qu'elle dépend de la présence de mécanismes de gouvernance alternatifs. Cela nous mène aux hypothèses H1-C ci-dessous.

Hypothèse 1- C : *En présence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U entre la concentration du capital et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 1 – C bis : *En l'absence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U inversé entre la concentration du capital et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.*

- Le pouvoir de l'actionnaire de contrôle

Le troisième déterminant de l'intensité des conflits d'agence auquel nous nous intéressons est le pouvoir de l'actionnaire de contrôle.

[95] Le raisonnement que nous suivons pour justifier de notre hypothèse sur l'influence non linéaire de la concentration de l'actionnariat est proche de celui que nous avons tenu pour justifier de l'influence non linéaire de la détention du premier actionnaire. Ce raisonnement est présenté en Section 2 – (3.2.1.1.), page 169.

Nous avons vu que le fait de s'éloigner du principe « une action, un droit de vote » renforce le pouvoir du premier actionnaire et augmente le risque d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle (Correia Da Silva et al. (2004))[96]. Le pouvoir de l'actionnaire principal peut aussi résulter du poids de son actionnariat par rapport aux autres actionnaires, ou de son statut de dirigeant ou de fondateur.

Nous faisons l'hypothèse que plus le premier actionnaire a de pouvoir sur les décisions de l'entreprise et plus il cherchera à diminuer les distributions afin de faciliter l'extraction de bénéfices privés.

Si les actionnaires externes sont conscients de ce risque, ils exigeront une distribution de liquidités importante. De nouveau, nous faisons l'hypothèse que leur exigence ne sera satisfaite que s'il existe des mécanismes de gouvernance alternatifs permettant de forcer le premier actionnaire à distribuer. Ainsi, nous proposons l'hypothèse H1-D suivante sur l'influence du pouvoir de l'actionnaire principal sur les distributions.

Hypothèse 1.D. : *En présence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation positive entre le pouvoir du premier actionnaire et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 1.D. Bis : *En l'absence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation négative entre le pouvoir du premier actionnaire et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.*

DEUXIEME SERIE D'HYPOTHESES : INFLUENCE DES VARIABLES D'ACTIONNARIAT OU DE CONTROLE

Nous étudions l'influence des variables d'actionnariat séparément de celle des autres mécanismes de gouvernance, car leur influence est plus ambiguë. En effet, si la structure de l'actionnariat d'une entreprise peut permettre une surveillance des acteurs internes, elle est aussi parfois à l'origine des conflits.

Ainsi, la présence de gros actionnaires ou l'actionnariat des dirigeants sont considérés comme des moyens de contrôle des acteurs internes. Ils sont à ce titre des mécanismes de gouvernance et diminuent l'intensité des conflits d'agence. Cependant, leur influence est parfois inverse et ils amplifient alors les conflits. C'est le cas lorsque le dirigeant ou le gros actionnaire devient majoritaire.

Nous discutons successivement de l'influence des différentes variables d'actionnariat.

[96] Voir Chapitre 2 – Section 1 – 2.2

Rapport-gratuit.com
LE NUMERO 1 MONDIAL DU MÉMOIRES

- Influence de l'actionnariat et du contrôle interne

A partir de notre revue de littérature, nous avons conclu que la relation entre actionnariat dirigeant et distribution était non linéaire. Nous reprenons succinctement cette démonstration[97]:

Lorsque l'actionnariat interne est très faible ou très élevé, les conflits d'agence sont importants et il est nécessaire de distribuer pour en diminuer l'intensité. Au contraire, lorsque l'actionnariat interne n'est ni trop faible, ni trop fort, les conflits sont plus faibles et l'actionnariat interne sert alors de mécanisme de gouvernance car il permet d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires externes. La distribution est donc moins nécessaire.

Si les actionnaires externes parviennent à imposer des distributions lorsque les conflits sont forts, les distributions seront importantes pour des niveaux faibles et élevés d'actionnariat interne et elles seront plus faibles sinon. En revanche, si aucun mécanisme ne contraint les dirigeants à distribuer, la relation sera inverse.

Le sens de l'influence de l'actionnariat interne sur les politiques de distribution dépend donc de son ampleur et de la capacité des actionnaires externes à imposer des distributions lorsque les conflits sont importants. Ces raisonnements nous amènent à proposer l'hypothèse H2 suivante sur l'influence de l'actionnariat dirigeant sur les distributions.

Hypothèse 2 : *En présence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U entre l'actionnariat (ou le contrôle) interne et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 2- bis : *En l'absence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U inversé entre l'actionnariat (ou le contrôle) interne et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

- Influence de la détention et du contrôle du premier actionnaire

A partir de notre revue de littérature, nous avons conclu que la relation entre la détention (et le contrôle) du premier actionnaire et la distribution était non linéaire. Nous reprenons succinctement cette démonstration[98] :

Lorsque le premier actionnaire a une détention très faible ou très élevée, cela veut dire que l'actionnariat est très dispersé ou très concentré et que les conflits d'agence sont importants. Il est alors nécessaire de distribuer pour en diminuer l'intensité. Au contraire, lorsque la taille du premier actionnaire est suffisante pour qu'il puisse surveiller les acteurs internes, mais pas assez

[97] Le raisonnement complet qui a mené à cette hypothèse est exposé à partir de la page 169.

[98] Le raisonnement complet qui a mené à cette hypothèse est exposé à partir de la page 169.

importante pour qu'il devienne majoritaire, les conflits sont plus faibles et la distribution devient moins nécessaire.

Si les actionnaires externes parviennent à imposer des distributions lorsque les conflits sont importants, les distributions seront importantes pour des niveaux faibles et élevés d'actionnariat et elles seront plus faibles sinon. En revanche, si aucun mécanisme ne contraint les dirigeants à distribuer, la relation sera inverse.

Le sens de l'influence de l'actionnariat (et du contrôle) du premier actionnaire sur les politiques de distribution dépend donc de son ampleur. Il dépend aussi de la capacité des actionnaires externes à imposer des distributions lorsque les conflits sont importants. Ces raisonnements nous amènent à proposer l'hypothèse H3 suivante sur l'influence du premier actionnaire sur les distributions.

Hypothèse 3 : *En présence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U entre la détention ou le contrôle du premier actionnaire et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 3 – bis : *En l'absence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U inversé entre la détention ou le contrôle du premier actionnaire et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

- Influence de la présence d'un actionnaire de contrôle

L'existence d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires influence les politiques de distribution. Or, ce conflit ne peut exister qu'en présence d'un actionnaire de contrôle.

Comme pour les hypothèses précédentes, nous faisons l'hypothèse que le sens de l'influence de la présence d'un actionnaire de contrôle sur les distributions va dépendre de la capacité des actionnaires externes à réclamer une distribution. S'il existe des mécanismes alternatifs de gouvernance, les actionnaires externes exigeront une distribution en présence d'un actionnaire majoritaire. Cependant, si rien ne force le majoritaire à distribuer, il minimisera la distribution afin de faciliter l'extraction de bénéfices privés. Nous faisons donc l'hypothèse H4 suivante :

Hypothèse 4 : *En présence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation positive entre la présence d'un actionnaire de contrôle et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 4 – bis : *En l'absence de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation négative entre la présence d'un actionnaire de contrôle et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

- Influence de l'identité du premier actionnaire

Les résultats empiriques présentés dans cette thèse montrent que l'identité de l'actionnaire principal a une influence sur la distribution. En effet, certains actionnaires, comme les personnes morales, sont soumis à des conflits d'agence en interne et n'ont donc certainement pas le même comportement qu'un individuel. De même, la fiscalité de l'actionnaire principal, ses valeurs ou ses besoins en liquidités vont influencer différemment les politiques de distribution, selon son identité.

La distribution est donc influencée par l'identité de l'actionnaire principal, mais il est impossible à ce stade de la recherche de préciser le sens de cette influence[99]. Nous proposons donc l'hypothèse H5 suivante :

Hypothèse 5 : *Il existe une relation entre l'identité du premier actionnaire et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

- Influence de la détention et du contrôle des actionnaires de blocs

La présence d'actionnaires importants qui ne soient ni dirigeant, ni premier actionnaire peut avoir plusieurs influences sur les politiques de distribution :

- si les actionnaires de blocs surveillent efficacement les dirigeants ou l'actionnaire principal, la distribution n'est alors pas nécessaire. Il y a substitution entre les deux mécanismes.
- si les actionnaires de blocs ne contrôlent pas efficacement les dirigeants, ils les poussent alors à distribuer pour limiter l'expropriation. Il y a complémentarité entre les deux mécanismes.
- si les actionnaires de blocs s'allient aux actionnaires majoritaires et exproprient avec eux les minoritaires. Il y a alors une influence négative de leur présence sur les distributions, sans pour autant pouvoir parler de substitution.

Faute de pouvoir trancher entre ces différentes hypothèses[99], nous faisons uniquement une hypothèse sur l'existence d'une relation :

Hypothèse 6 : *Il existe une relation entre la détention ou le contrôle des actionnaires de blocs et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

[99] Le sens de la relation ne peut être affirmé compte tenu de la rareté des études et de leurs contradictions.

- Influence de l'identité des actionnaires de blocs

Les résultats empiriques présentés dans cette thèse montrent que l'identité des actionnaires de blocs a une influence sur la distribution. Ils n'ont pas tous la même capacité à surveiller les acteurs internes, ni les mêmes motivations à s'allier au premier actionnaire pour profiter des bénéfices privés.

La distribution est donc influencée par l'identité des actionnaires de blocs, mais il est impossible à ce stade de la recherche de préciser le sens de cette influence[99]. Nous proposons donc l'hypothèse H7 suivante :

Hypothèse 7 : *Il existe une relation entre l'identité des actionnaires de blocs et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

TROISIEME SERIE D'HYPOTHESES : INFLUENCE DES MECANISMES DE GOUVERNANCE

Les relations entre politiques de distribution et mécanismes de gouvernance peuvent prendre deux formes : substitution ou complémentarité.

La substitution entre mécanismes de gouvernance et distribution se justifie lorsque :

- des mécanismes alternatifs régulent déjà efficacement les conflits en présence dans l'entreprise ;
- l'économie de coûts d'agence permise par la distribution est inférieure à son coût, du fait de la présence de mécanismes alternatifs ;
- l'effet de la distribution sur les conflits est équivalent à celui d'un mécanisme déjà en place.

La complémentarité entre mécanismes de gouvernance et distribution se justifie lorsque :

- la présence d'un mécanisme alternatif favorise la mise en place de politique de distribution ;
- certains mécanismes ont une efficacité limitée. La mise en place de politiques de distribution permet alors de compléter la gouvernance exercée.

- Mécanismes de gouvernance externes

Pour chacun des mécanismes de gouvernance externe, nous avons fait l'hypothèse de substitution ou de complémentarité avec les politiques de distribution. Ces hypothèses sont le fruit de la littérature théorique et empirique[100].

[100] Le raisonnement complet qui a mené à ces hypothèses est exposé aux pages 159, 160 et 162.

Hypothèse 8-A : *Il existe une relation positive entre le niveau de protection légale des investisseurs et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 8-B : *Il existe une relation positive entre le niveau de pression exercée par le marché des actions et des prises de contrôle et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 8-C : *Il existe une relation négative entre le niveau de la dette de la firme et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

- Mécanismes de gouvernance internes – Conseil d'administration

Nous avons fait l'hypothèse d'une complémentarité entre l'efficacité du conseil et les politiques de distribution. Ce raisonnement est exposé page 165.

Nous avons décomposé cette hypothèse en 6 sous hypothèses sur l'influence des différentes caractéristiques du conseil. Malgré le faible soutien empirique, nous considérons l'indépendance des administrateurs comme un mécanisme de gouvernance.

Hypothèse 9 – A : *Il existe une relation positive entre le niveau d'efficacité du conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 9-A/a : Il existe une relation négative entre la taille du conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Hypothèse 9-A/b : Il existe une relation positive entre la dissociation entre les fonctions de président et de directeur et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs[101].

Hypothèse 9-A/c : Il existe une relation positive entre la présence de comités assistant le conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Hypothèse 9-A/d : Il existe une relation négative entre l'influence du fondateur sur le conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Hypothèse 9-A/e : Il existe une relation positive entre l'indépendance des membres du conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Nous avons déduit de la littérature que le type de conseil (administration ou surveillance) n'avait pas d'influence sur la gouvernance d'entreprise. Nous faisons donc l'hypothèse que le type de conseil est neutre vis-à-vis des politiques de distribution.

[101] Comme vu au Chapitre 2, dans les petites entreprises, le cumul des mandats peut faciliter la prise de décision. Nous estimons cependant que les sociétés cotées auxquelles nous nous intéressons sont de taille importante. Donc la séparation des postes de président et de directeur général favorise le contrôle exercé par le conseil.

Hypothèse 9-A/f : Il n'existe pas de relation entre le type de conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

- Mécanismes de gouvernance internes – Stock-options

Il existe trop peu de recherches académiques sur l'effet de la rémunération par stock-options du dirigeant sur la politique de distribution pour connaître le sens du lien. Cependant, le fait que les deux instruments soient coûteux et le fait que l'actionnariat interne ait tendance à avoir, à bas niveau, un effet négatif sur les distributions, peuvent laisser penser que stock-options et distribution ont tendance à se substituer. De plus, il est probable que les stock-options n'aient pas d'effet sur les distributions si le dirigeant a un actionnariat fort. Suite à ce raisonnement, nous proposons l'hypothèse suivante[102] :

Hypothèse 9-B : *En présence d'un conflit actionnaires / dirigeants, il existe une relation négative entre le niveau des stock-options et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.*

Conclusion :

Les Sections 1 et 2 ont permis d'éclairer la compréhension des montants des politiques de distribution. Nous avons ainsi pu émettre trois séries d'hypothèses sur les liens entre :

- **montants des politiques de distribution (dividendes et rachats) et intensité des conflits d'agence (Hypothèses H1-A, H1-B, H1-C et H1-D);**
- **montants des politiques de distribution (dividendes et rachats) et variables d'actionnariat et de contrôle (Hypothèses H2 à H7);**
- **montants des politiques de distribution (dividendes et rachats) et mécanismes de gouvernance alternatifs (Hypothèses H8 et H9).**

La Section 3 a pour objectif d'éclaircir le choix de l'instrument de distribution, dividende ou rachat.

[102] Le raisonnement complet qui a mené à cette hypothèse est exposé page 168.

SECTION 3. DETERMINATION DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

La théorie de l'agence donne une justification à l'existence des politiques de distribution puisqu'elles sont un moyen de diminuer les coûts d'agence. En cas de conflit et en présence de certains mécanismes de gouvernance complémentaires, les dirigeants ou l'actionnaire principal vont être incités à distribuer des liquidités afin de diminuer le risque de FCF et d'augmenter leur surveillance par les marchés. Cependant, l'effet des politiques de distribution sur les coûts d'agence ne dépend pas de l'instrument utilisé pour cette distribution. La théorie de l'agence n'explique pas l'utilisation spécifique du rachat ou du dividende.
L'objectif de cette troisième Section est d'approfondir la compréhension des formes de distribution. Pourquoi la distribution prend-elle parfois la forme de rachat d'actions et parfois la forme de dividende[103] ?

Nous avons conclu de la revue de littérature faite au Chapitre 1 que dividende et rachat ont des avantages et des inconvénients qui diffèrent selon les actionnaires. Certains préfèrent le dividende, d'autres le rachat. Ainsi, lorsqu'une distribution est décidée, certains investisseurs peuvent chercher à inciter les managers à se conformer à leurs intérêts en choisissant l'instrument de distribution approprié[104].
Il est peu probable que les petits actionnaires orientent le choix entre dividende et rachat. En revanche, les gros actionnaires peuvent exercer une pression sur la décision. De même, les managers, puisqu'ils prennent activement part à la décision de distribution, influencent aussi le choix de l'instrument de distribution.
Ainsi, deux types d'acteurs peuvent avoir une influence sur le choix de l'instrument de distribution : les gros actionnaires et les dirigeants. Cette troisième Section cherche à étudier le sens de cette influence.

[103] Nous ne nous intéressons pas spécifiquement aux versements de dividendes exceptionnels. En effet, De Angelo et al. (2000) montrent que l'importance des distributions par dividende exceptionnel a fortement diminué.

[104] Conformément à l'étude de De Jong, Van Dijk et Veld (2003), nous faisons l'hypothèse que les décisions de distribution se font en deux étapes. Tout d'abord, le fait de distribuer et le montant de la distribution sont décidés, puis l'instrument de distribution est choisi.

Pour sélectionner les variables qui, dans le cadre de la théorie de l'agence, peuvent expliquer le choix de l'instrument de distribution, nous reprenons les différences entre rachat et dividende que nous avons listées dans le Chapitre 1 – Section 1 – (3.) :

- Du point de vue de l'actionnaire, le rachat offre une flexibilité qui permet à chaque actionnaire de choisir s'il désire recevoir des liquidités. Pour autant, il existe un risque à participer à un rachat en cas d'asymétrie d'information (Brennan et Thakor (1990)). De plus, Shefrin et Statman (1984) mettent en avant une préférence des actionnaires pour les dividendes liés à des biais de comportement.
D'un point de vue général, ces différentes préférences ne permettent pas de faire l'hypothèse d'une influence particulière sur le choix de l'instrument.

- La fiscalité diffère selon que la distribution prend la forme d'un rachat ou d'un dividende, et selon les individus. Or, suite à notre revue de littérature sur l'effet de clientèle fiscale, nous avons conclu que la fiscalité des gros actionnaires ou des actionnaires – dirigeants influençait la distribution.
⇒ Notre première hypothèse est donc que la fiscalité des gros actionnaires ou des actionnaires – dirigeants influence le choix de l'outil de distribution. Nous étudions plus en détail cette hypothèse dans le point (1.) de cette Section.

- Du point de vue du manager, le rachat offre une plus grande flexibilité que le dividende, qui est soumis à une régularité forcée (Lintner (1956)). Ainsi, il est probable que le manager, pour ne pas être contraint à une distribution, privilégie le rachat dès que les revenus de l'entreprise sont temporaires.
⇒ Notre seconde hypothèse est donc que le rachat sera favorisé lorsque les revenus de la firme sont temporaires. Nous étudions plus en détail cette hypothèse dans le point (2.) de cette Section.

- L'utilisation du rachat est motivée par certaines de ses spécificités. En premier lieu et contrairement au dividende, le rachat n'a pas d'effet négatif sur la valeur des stock-options des dirigeants. Cela tend à favoriser le rachat par rapport au dividende.
En théorie, plusieurs autres caractéristiques du rachat peuvent aussi expliquer son choix comme mode de distribution : son influence sur la concentration de l'actionnariat, sur le risque d'OPA

ou sur la structure du capital[105]. Nous avons cependant vu que ces caractéristiques sont des motivations mineures à l'utilisation du rachat. Nous ne les étudierons donc pas. Nous nous concentrons uniquement sur l'effet des stock-options.

⇒ Notre troisième hypothèse suggère que la possession par les managers de stock-options favorise l'utilisation du rachat pour la distribution. Nous étudions plus en détail cette hypothèse dans le point (3.) de cette Section.

Ces trois hypothèses s'insèrent parfaitement dans le cadre théorique de l'agence. Dirigeants et actionnaires majoritaires cherchent à maximiser leur intérêt propre et favorisent donc une distribution qui minimise leurs dépenses (taxes) ou qui maximise leur richesse (stock-options). De plus, la structure des revenus et des liquidités de l'entreprise détermine le risque de FCF de l'entreprise. Il est donc pertinent de penser qu'elle influence la forme de la politique de distribution.

1. INFLUENCE DE LA FISCALITE DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL ET DES MANAGERS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Parmi les différences entre dividende et rachat, la fiscalité est certainement celle qui a motivé le plus de recherches. Le courant sur l'effet de clientèle, comme nous l'avons vu au Chapitre 1, cherche à justifier l'existence et les formes des politiques de distribution par la différence d'imposition. La revue de ces études montre qu'il est probable que seule l'imposition de quelques actionnaires importants influence les choix de distribution. La littérature a ainsi étudié trois types d'acteurs : les investisseurs institutionnels, les managers et les actionnaires dominants.

L'influence du groupe des actionnaires institutionnels d'une firme n'a pu être prouvée empiriquement et reste très floue. En revanche, les quelques recherches qui se sont intéressées à la fiscalité des dirigeants et des actionnaires influents s'accordent sur leur poids dans le choix de l'instrument de distribution. Nous présentons successivement ces deux voies de recherche.

Influence de la fiscalité des actionnaires – dirigeants

Aux Etats-Unis où se situent les études réalisées, le rachat offre aux personnes physiques un avantage fiscal par rapport au dividende. Ainsi, l'hypothèse est faite que plus les acteurs internes

[105] Le rachat peut aussi être utilisé pour des opérations d'investissement. Ce cas ne correspond pas à une distribution de liquidités puisque les actions rachetées ne sont pas annulées, mais transférées. Ainsi, dans le cadre de l'étude des politiques de distribution, il est nécessaire de ne pas valoriser les rachats qui répondent à cette motivation.

de l'entreprise ont une détention actionnariale forte, et plus ils essayeront d'orienter le choix de l'instrument de distribution vers le rachat.
Cette préférence pour le rachat trouve aussi d'autres justifications que la fiscalité, comme nous le verrons par exemple avec les stock-options. Cependant, dans ce paragraphe, nous nous intéressons uniquement aux études qui cherchent à isoler l'influence de la fiscalité.

Moser (à paraître) montre ainsi que lorsque l'imposition du dividende augmente et que l'actionnariat interne de l'entreprise est fort, la probabilité de distribuer via rachat augmente.
Hsieh et Wang (à paraître) testent l'hypothèse fiscale de plusieurs façons. Tout d'abord, ils montrent que plus les membres internes de la firme (dirigeants et administrateurs) reçoivent une partie importante de la distribution, plus la probabilité d'utiliser le rachat et non le dividende est élevée. Ensuite, ils trouvent que plus les taxes payées par les internes sur le dividende sont importantes, plus ils privilégient le rachat. Enfin, ils étudient les changements de fiscalité et montrent que plus le dividende est taxé fortement par rapport au rachat, plus l'entreprise distribue via rachat. Leurs résultats restent significatifs même après avoir contrôlé l'effet des stock-options.
Les résultats de Blouin et Nondorf (2004) sont plus ambigus. Elles trouvent que les entreprises qui ont un actionnariat interne fort privilégient le rachat. Cependant, elles ne parviennent pas à lier ce point à la fiscalité. Les évolutions de la législation et de l'avantage fiscal du rachat pour les particuliers n'ont pas d'effet sur le choix de l'instrument de distribution des firmes où l'actionnariat interne est élevé.

⇒ Peu d'études testent spécifiquement l'influence de la fiscalité des actionnaires internes sur le choix de l'instrument de distribution. Les résultats obtenus permettent tout de même de faire l'hypothèse que cette influence existe. Aux Etats-Unis, cela pousse les dirigeants à favoriser le rachat comme mode de distribution.

Influence de la fiscalité des gros actionnaires

Les préférences fiscales sur le choix de l'instrument de distribution varient selon les catégories d'actionnaires, mais aussi selon les pays. Encore une fois, l'influence des gros actionnaires peut avoir d'autres justifications que la fiscalité. Par exemple, le rachat peut permettre à un actionnaire important de consolider sa participation dans l'entreprise. De même, si un actionnaire important a financé l'achat de ses actions par dette, le dividende peut alors satisfaire un besoin régulier de liquidités.

Nous avons fait l'hypothèse dans la section précédente que l'identité des actionnaires importants avait une influence sur les montants de distribution, nous faisons maintenant l'hypothèse qu'elle en a aussi une sur le choix de l'instrument de distribution, via leur fiscalité.

Peu d'études se sont intéressés à l'influence de l'identité des gros actionnaires sur le choix de l'instrument de distribution. La plupart d'entre elles se sont concentrées sur l'aspect fiscal de cette influence. Nous présentons ces recherches par pays.

Aux Etats-Unis, Perez-Gonzalez (2003) compare la distribution des entreprises dont le premier actionnaire (au moins 5%) est un individuel à celles dont le premier actionnaire n'en est pas un. Les personnes physiques ayant une aversion fiscale pour le dividende, l'auteur fait l'hypothèse que les firmes où le premier actionnaire est un individuel vont avoir des distributions en dividende faibles. Il trouve que le dividende de ces firmes est inférieur à celui des firmes dont l'actionnaire important n'a pas d'aversion fiscale pour le dividende. De plus, le dividende versé par ces firmes augmente (baisse) quand les taxes deviennent plus (moins) favorables au dividende et ceci uniquement dans les firmes où le premier actionnaire est un individuel. Les autres firmes ne sont pas influencées par les changements de fiscalité.
Barclay et al. (2004) mettent en doute l'effet de la fiscalité des blocs d'actionnaires sur le choix de l'instrument de distribution. Ils s'intéressent aux entreprises – actionnaires qui, aux Etats-Unis, ont une préférence fiscale pour le dividende. Les auteurs montrent que la présence de tels actionnaires ne favorise pas le versement de dividende. De plus, lorsqu'un actionnaire individuel (favorable au rachat) vend un bloc d'actions à un actionnaire - entreprise, la politique de dividende de la firme n'évolue pas.
En Allemagne, Correia Da Silva et al. (2004) ne trouvent aucune évidence quant à l'influence de la fiscalité de l'actionnaire principal sur la politique de dividende. Ils ne considèrent cependant pas les rachats d'actions.
En Grande Bretagne, Renneboog et Trojanowski (2005b) montrent que lorsque l'actionnariat est concentré, l'entreprise tend à privilégier le dividende par rapport au rachat d'actions, quelque soit l'identité de l'actionnaire principal. Or, en Angleterre, la majorité des investisseurs a une préférence fiscale pour le rachat et non pour le dividende. De nouveau, cela remet en cause l'influence de l'imposition des gros actionnaires sur le choix de l'instrument.
En Finlande, la fiscalité des investisseurs domestiques est plus faible sur le dividende que sur le rachat. Liljeblom et Pasternack (2006) montrent que la présence d'actionnaires étrangers a un effet positif sur le rachat d'actions et négatif sur le dividende.

En France, où le rachat est plus intéressant fiscalement pour les individuels, Dereeper et Romon (2006) montrent que le fait que la firme soit contrôlée par une personne physique a une influence positive sur le rachat d'actions.

⇒ Les conclusions empiriques sur l'influence de la fiscalité des gros actionnaires sont ambiguës. Il nous semble cependant nécessaire d'approfondir cette voie de recherche, car les études existantes sont trop vagues. Pour la plupart, elles ne focalisent que sur un type d'actionnaire et ne se concentrent pas toujours sur les plus influents de l'entreprise.
Nous nous proposons donc de tester cette influence dans notre étude empirique.

2. FLEXIBILITE DU RACHAT ET INFLUENCE DES REVENUS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Le rachat d'actions est considéré par les managers et par les marchés comme un instrument de distribution plus flexible que le dividende. Cela a une influence sur le choix de l'instrument de distribution.

Différence de flexibilité entre les deux instruments

Lintner (1956) souligne la rigidité des politiques de dividendes. Il montre que les managers lissent le taux de distribution. Les ajustements du dividende sont mineurs par rapport aux variations des revenus. Les managers n'augmentent pas le dividende s'il doit être baissé dans un ou deux ans et ont un frein à le diminuer. Les investisseurs apprécient cette stabilité et réagissent mal aux baisses de dividende (Pettit (1972), Michaely et al. (1995)).
Au contraire, le rachat d'actions est beaucoup plus flexible. Il n'existe pas d'habitude managériale de lissage du rachat (Brav et al. (2005)) et les marchés ne sanctionnent pas les politiques de rachat discontinues. Un rachat peut être voté, puis ne pas être mis en œuvre ou être stoppé, sans que le marché ne sanctionne cette discontinuité (Allen et Michaely (2003)).

La différence de flexibilité entre rachat et dividende est démontrée empiriquement. Cependant, Jagannathan et al. (2000) notent qu'aucune recherche n'explique les raisons de cette différence. Seul le poids d'une coutume historique et plusieurs fois centenaire semble, pour l'instant, expliquer la rigidité du dividende (Frankfurter et Wood (2003)).

Flexibilité et choix de l'instrument de distribution

La différence de flexibilité entre les deux instruments pousse les managers à accorder le choix de l'outil de distribution à la structure des revenus à distribuer.

Lintner (1956), le premier, montre qu'une modification du taux de distribution ne peut se justifier que par une modification stable des revenus courants de la firme. Le dividende n'est baissé que suite à une baisse durable des revenus.

Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000) font ainsi l'hypothèse que le dividende est utilisé pour distribuer les revenus stables de l'entreprise, alors que le rachat sert à distribuer les revenus temporaires. Cette hypothèse trouve un bon soutien empirique.

Tests empiriques

Plusieurs études ont testé le lien entre la permanence des revenus et le choix entre dividende et rachat. La difficulté de ces recherches réside dans l'évaluation de la stabilité ou de la temporalité des revenus. Différentes méthodes ont ainsi été utilisées et les résultats semblent s'accorder.

- Une première méthode consiste à observer parallèlement les variations de distribution (augmentation ou baisse conséquente du dividende ou mise en œuvre d'un rachat) et les variations des revenus de l'entreprise.

Selon Guay et Harford (2000), les cash-flows des firmes qui ont augmenté leur dividende baissent moins suite à la distribution et restent plus élevés dans les trois années qui suivent, que les cash-flows des firmes qui ont procédé à un rachat. Ainsi, le dividende est augmenté suite à une hausse durable des cash-flows d'exploitation, alors que le rachat suit une augmentation temporaire de ces cash-flows.

Oswald et Young (2005) confirment ce résultat pour les rachats. Ils montrent que les cash-flows des firmes qui font du rachat connaissent un pic avant la distribution, puis redescendent ensuite à leur niveau antérieur.

En s'intéressant uniquement aux baisses du dividende, De Angelo et al. (1992) confirment le lien entre revenus durables et politique de dividende. La probabilité qu'une firme baisse son dividende est positivement liée au fait que ses pertes perdurent dans le futur.

- Certaines recherches étudient la volatilité des revenus des entreprises qui distribuent. Elles montrent qu'avant un rachat la volatilité des revenus de l'entreprise est beaucoup plus forte qu'avant un versement de dividende.

Jagannathan et al. (2000) montrent que la variance des cash-flows d'exploitation des firmes qui rachètent leurs actions est deux fois supérieure à celle des firmes qui augmentent leur dividende.

Lie (2005a) confirme ce résultat : la volatilité des cash-flows d'exploitation passés est inférieure dans les firmes qui augmentent leur dividende ordinaire ou qui versent un dividende exceptionnel que dans les firmes qui font du rachat. Fenn et Liang (2001) trouvent que le rachat est lié positivement à la volatilité des revenus d'exploitation de la firme.

En s'intéressant au secteur des sociétés d'investissement en immobilier, Bradley, Capozza et Seguin (1998) trouvent que les taux de distribution en dividende sont inférieurs pour les firmes qui ont une forte volatilité anticipée des cash-flows. Ils utilisent des variables spécifiques à cette industrie pour estimer la volatilité des cash-flows futurs, comme le nombre de biens immobiliers détenus ou leur diversité.

Ainsi, les firmes qui augmentent leur dividende font face à une plus grande permanence de leurs revenus et à une moins grande incertitude que les firmes qui font du rachat.

La conclusion est différente pour les firmes qui baissent leur dividende. Lie (2005a) montre que les cash-flows d'exploitation de ces firmes ont une volatilité plus forte que celle des autres firmes.

- Une troisième méthode cherche à apprécier la permanence des revenus en différenciant les revenus d'exploitation de ceux hors exploitation. Les résultats sont plus ambigus. C'est peut-être le signe que cette distinction ne permet pas d'appréhender parfaitement la stabilité des revenus[106].

Jagannathan et al. (2000) montrent que les firmes qui augmentent leur dividende ont des cash-flows d'exploitation plus élevés et des cash-flows hors exploitation plus faibles que les firmes qui font du rachat. De Angelo et al. (1992) trouvent que la probabilité qu'une firme diminue son dividende est plus faible si ses pertes résultent d'éléments exceptionnels ou hors exploitation. Selon Weisbenner (2002), le montant des rachats d'actions d'une firme est davantage influencé par les revenus hors exploitation que par les revenus d'exploitation.

Enfin, Lie (2000) montre que les firmes qui distribuent des dividendes exceptionnels, qui augmentent leur dividende ordinaire ou qui font des offres publiques de rachat ont du cash en excès par rapport aux autres entreprises de leur industrie, avant et après la distribution. Ces fonds en excès résultent principalement de cash-flows d'exploitation pour les firmes qui versent un dividende ordinaire et de cash-flows hors exploitation pour les firmes qui font du rachat ou versent un dividende exceptionnel.

[106] Les tests présentés dans les deux premiers points et s'intéressant à la variation ou à la volatilité des revenus, ne s'intéressent qu'aux cash-flows d'exploitation. Ils trouvent pourtant des résultats significatifs sur le choix entre rachat et dividende. Cela confirme l'ambiguïté de la distinction entre exploitation et hors exploitation pour apprécier la permanence des revenus.

Au contraire, Oswald et Young (2005) et Dereeper et Romon (2006) montrent que la probabilité d'un programme de rachat d'actions est davantage influencée par le niveau des cash-flows d'exploitation que par celui des cash-flows hors exploitation. Selon Lie (2005a), la distinction entre cash-flows d'exploitation et hors exploitation n'explique pas le choix de l'instrument de distribution. Liljeblom et Pasternack (2006) montrent que les revenus d'exploitation influencent positivement rachat et dividende, au contraire des revenus hors exploitation qui ont une influence non significative. Cependant, les revenus hors exploitation influencent le choix entre dividende et rachat et poussent à l'utilisation du dividende.

- Enfin, les dernières études recensées se basent sur des données agrégées pour estimer la partie permanente des revenus. Le but est de minimiser le biais lié aux éventuelles manipulations comptables.

Dittmar et Dittmar (2002) montrent que les rachats d'actions sont influencés à la fois par les revenus permanents et temporaires des firmes, alors que les dividendes sont seulement influencés par les revenus permanents. Cependant, leur définition des revenus temporaires est mise en doute par Lee et Rui (2007). En effet, l'étude de Dittmar et Dittmar (2002) estime que la partie temporaire des revenus agrégés des firmes est fonction de la capacité des managers, alors que la partie permanente est liée à des facteurs communs à toutes les firmes d'une industrie et donc à la production agrégée. La distribution et le produit national brut (PNB) sont tous deux influencés par la production agrégée. Ainsi, les auteurs utilisent le PNB pour évaluer l'influence de la production agrégée sur le dividende. Les revenus sont donc supposés être temporaires s'ils ne varient pas avec le PNB.

Lee et Rui (2007) travaillent eux aussi au niveau agrégé et utilisent une méthode d'auto régression vectorielle (VAR). Ils trouvent que les rachats d'actions sont liés significativement à la partie temporaire des revenus alors que les dividendes sont associés aux revenus permanents.

⇒ A la lumière de ces tests, il apparaît que le dividende est utilisé pour distribuer les revenus durables ou stables de l'entreprise, alors que le rachat est utilisé pour distribuer les revenus temporaires. Ces études ne permettent pas de savoir si la situation est comparable en France.

3. INFLUENCE DES STOCK-OPTIONS DES DIRIGEANTS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Nous avons vu au Chapitre 1 que les politiques de rachat d'actions sont influencées par l'existence de plans de stock-options au sein de la firme, mais aussi par la détention de stock-options par les dirigeants. Dans le cadre de l'étude des politiques de distribution, seule cette seconde influence nous intéresse. En effet, les rachats d'actions mis en œuvre pour couvrir l'ensemble des plans d'options d'achat de la firme ne sont pas considérés comme une distribution de liquidités, mais plutôt comme les conséquences d'une politique salariale. En étudiant les politiques de distribution, il s'agira donc de ne pas considérer ces opérations dans les montants distribués.

L'influence des stock-options des dirigeants répond à une autre logique. Forcés de procéder à une distribution, les dirigeants cherchent à maximiser leur utilité sous cette contrainte. Or, comme nous l'avons vu, le dividende dévalorise la valeur des options. Ainsi, il est dans l'intérêt des managers possédant des options de minimiser les versements de dividende et de favoriser les rachats d'actions. Ils substituent le rachat au dividende (Kahle (2002)).

Ainsi, l'hypothèse est faite que la détention par les managers de stock-options influence le choix de l'instrument de distribution. Elle a une influence négative sur le versement de dividende et positive sur le rachat.

Cette hypothèse est confortée par les recherches empiriques. Cependant, beaucoup d'études testent l'influence des options détenues par les managers sur la distribution en mesurant ces options par la taille totale des plans de stock-options de la firme (par exemple, Smith et Watts (1992), Bartov et al. (1998), Dittmar (2000)). Il y a alors un risque de valider l'hypothèse de couverture des plans par le rachat et non l'hypothèse d'influence sur l'instrument de distribution.

Ainsi, nous ne considérons que les études utilisant des mesures appropriées des stock-options des dirigeants. Ces études montrent que les stock-options détenues par les managers ont une influence positive sur les montants d'actions rachetées (Fenn et Liang (2001)) ou sur la probabilité d'un rachat (Jolls (1998), Kahle (2002)). Elles ont aussi une influence négative sur les versements de dividende (Lambert et al. (1989), Fenn et Liang (2001), Weisbenner (2002), Hu et Kumar (2004)) ou sur la probabilité de verser un dividende (De Jong et al. (2003), Hu et Kumar (2004)).

Le fait que les stock-options ne soient pas protégées contre les versements de dividende influence le choix de l'instrument de distribution. Or, c'est le cas de la quasi-totalité des stock-options (Murphy (1998)). En cas de protection des options, Liljeblom et Pasternack (2006)

montrent que l'effet négatif des stock-options sur le dividende cesse. Les stock-options protégées ont alors un effet positif sur le dividende[107].

Le montant de l'ensemble des stock-options détenues par les dirigeants influence la décision de distribution, puisque toutes les options, qu'elles soient exerçables ou non, sont dévalorisées par le dividende. Hu et Kumar (2004) montrent que les stock-options accordées au CEO pendant l'année, ainsi que ses stock-options exerçables ont une influence sur le dividende. Kahle (2002) montre que toutes les options, exerçables ou non, ont un effet sur la décision de rachat.

⇒ La détention par les dirigeants de stock-options influence le choix de l'instrument de distribution. Elle favorise l'utilisation du rachat aux dépens du dividende. Aucune étude ne permet de savoir si la situation est comparable en France.

[107] Nous présentons cette étude qui est la seule à tester l'effet de la protection des options contre les dividendes sur les choix de distribution. Pourtant, Liljeblom et Pasternack utilisent une mesure de l'ensemble des stock-options et pas seulement de celles des dirigeants. Ils trouvent un effet positif sur le rachat, que les options soient protégées ou non. Cela peut alors s'expliquer aussi bien par l'hypothèse de couverture des plans de stock-options que par l'hypothèse de substitution du dividende par le rachat. Nous ne citons donc pas ce résultat.

SECOND MODELE : HYPOTHESES THEORIQUES RELATIVES AU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

La revue de littérature présentée au Chapitre 1 a permis de discuter des différences entre rachat et dividende. Nous avons ensuite mis de côté ces différences et nous nous sommes intéressés à la distribution dans son ensemble. Nous avons cherché à expliquer l'ampleur des distributions et avons proposé des hypothèses quant à l'influence sur les montants de distribution des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance. Ces hypothèses forment un modèle théorique qui éclaircit les décisions relatives aux montants des distributions.

Cependant, la distribution ne se définit pas uniquement par sa taille et il est nécessaire de comprendre le choix de l'instrument de distribution.

Ces réflexions permettent de dégager une seconde question de recherche :

Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?

La revue de littérature réalisée dans la Section 3 de ce Chapitre a permis de mettre en avant trois variables pouvant influencer le choix entre dividende et rachat :

- la fiscalité de l'actionnaire principal et de l'actionnaire dirigeant ;
- la permanence des revenus ;
- les stock-options des dirigeants.

Afin de répondre à notre question de recherche et grâce à l'étude de la littérature, nous avons dégagé un modèle explicatif du choix de l'instrument de distribution. Ce modèle cherche à éclairer les relations entre les différentes variables pré-citées et le choix entre dividende et rachat d'actions, et est constitué de trois séries de propositions théoriques que nous testerons empiriquement dans la seconde partie de cette thèse.

PREMIERE SERIE D'HYPOTHESES : INFLUENCE DE LA FISCALITE DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL ET DES MANAGERS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Suite à notre revue de littérature, il nous a semblé pertinent, malgré un soutien empirique léger, de faire l'hypothèse d'une influence de la fiscalité de l'actionnaire principal ou des dirigeants sur le choix entre dividende et rachat.

Pour formuler nos hypothèses théoriques, nous nous intéressons au cas de la France. Il est donc nécessaire de déterminer les préférences fiscales des grands types d'actionnaires. Pour cela, nous nous basons sur les conclusions faites au Chapitre 1 – Section 1 – 3.1.2.

Personnes physiques : La fiscalité sur le dividende dépend de la tranche d'imposition sur le revenu. Nous faisons l'hypothèse que les actionnaires importants et les dirigeants des entreprises françaises cotées appartiennent aux 10% des français ayant les revenus les plus élevés. Selon l'observatoire des inégalités[108], ils gagnent alors plus de 49 554 euros par an (ou 4129 euros par mois) et par ménage. Leurs revenus marginaux sont donc imposés au maximum. La fiscalité sur le dividende est alors toujours plus forte que celle sur le rachat[109].

Personnes morales

- *Entreprises industrielles et commerciales, banques, assurances* : Pour ces entités, le dividende est toujours plus fortement imposé que le rachat.
- *Investisseurs institutionnels* : Les fonds d'investissement français ne sont pas imposés sur les bénéfices en application du principe de transparence. Ainsi, ce sont les actionnaires de ces fonds qui sont directement imposés sur les distributions. Les investisseurs institutionnels prennent-ils en compte la fiscalité de leurs actionnaires et montrent-ils donc une préférence fiscale ? Faute de réponse, nous considérons qu'ils n'ont pas de préférence fiscale quant au choix de l'instrument de distribution.
- *Etat :* L'état n'est pas imposé non plus. Il est donc neutre d'un point de vue fiscal quant au choix de l'instrument de distribution.

Ainsi, nous faisons l'hypothèse qu'il existe une relation entre la fiscalité de l'actionnaire principal ou de l'actionnaire-dirigeant et le choix de l'instrument de distribution et proposons trois hypothèses :

[108] Données de 2004. Pour plus d'information, voir http://www.inegalites.fr.

[109] Si la personne appartient au cinquième des français les plus riches, c'est-à-dire que son ménage touche plus de 40 000 euros de revenus par an, son imposition sur le dividende reste supérieure à celle sur le rachat, sauf si le prix d'achat du titre est inférieur à 40% du prix de vente.

Hypothèse 10-A : *Il existe une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 10-B : *Lorsque le premier actionnaire est une entreprise, une banque ou un particulier, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 10-C : *Lorsque le premier actionnaire est un investisseur institutionnel ou un Etat, cela n'influence pas la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

SECONDE SERIE D'HYPOTHESES : INFLUENCE DE LA PERMANENCE DES REVENUS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

L'étude de la littérature a montré que le rachat est considéré comme un outil de distribution plus flexible que le dividende. En effet, la coutume managériale de lissage du niveau des dividendes, mise en avant par Lintner (1956), fait qu'une distribution de dividende doit être régulière. Les marchés sanctionnent les distributions irrégulières de dividende alors qu'ils tolèrent les opérations ponctuelles de rachat.

Cette différence fait que le rachat sera privilégié dès que les revenus de l'entreprise sont instables ou temporaires. Les managers ne souhaitent pas s'obliger à une distribution future, sans l'assurance de revenus futurs. Ce raisonnement nous mène à l'hypothèse H11.

Hypothèse 11 : *Lorsque les revenus de l'entreprise sont temporaires, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

TROISIEME SERIE D'HYPOTHESES : INFLUENCE DES STOCK-OPTIONS DETENUES PAR LES DIRIGEANTS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

L'étude de la littérature a révélé l'influence négative du dividende sur la valeur des stock-options des dirigeants, au contraire des rachats. Ainsi, il est dans l'intérêt des managers possédant des options de minimiser les versements de dividende et de favoriser les rachats d'actions. Ce raisonnement nous mène à l'hypothèse H12.

Hypothèse 12 : *Il existe une relation positive entre le montant des stock-options des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

Conclusion :

La Section 3 a permis d'éclairer la compréhension du choix de l'instrument de distribution. Nous avons ainsi pu émettre plusieurs hypothèses sur les liens entre :

- **la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat et la fiscalité de l'actionnaire principal ou des actionnaires–dirigeants (Hypothèses H10);**
- **la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat et la permanence des revenus (Hypothèse H11);**
- **la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat et les stock-options des dirigeants (Hypothèse H12).**

CONCLUSION DU CHAPITRE 3 - SYNTHESE

L'étude de la littérature proposée dans la première partie de cette thèse a fait le point sur les différentes explications théoriques aux politiques de distribution. Elle a permis de mesurer les avancées réalisées et a souligné la nécessité de développer les explications issues de la théorie de l'agence. L'analyse des études théoriques et empiriques dans ce domaine a ensuite permis de soulever deux premières questions de recherche :

- Au sein d'une entreprise, quelle est l'influence sur les montants de distribution, des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance ?

- Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?

Afin de répondre à ces deux questions, nous avons développé plusieurs voies de recherche

- Tout d'abord, nous avons cherché à comprendre l'influence sur les politiques de distribution, du traditionnel conflit entre actionnaires et dirigeants, mais aussi d'un conflit moins étudié, celui qui oppose actionnaires majoritaires et minoritaires. Cela nous a poussé à modéliser l'influence des déterminants des conflits d'agence sur les montants de distribution.
- Ensuite, nous avons examiné les relations entre les politiques de distribution et les autres mécanismes de gouvernance. Nous avons ainsi pu modéliser l'influence des variables d'actionnariat et de gouvernance sur la détermination des montants de distribution.
- Enfin, nous avons analysé les différences entre rachat et dividende et cherché à connaître leur influence sur le choix de l'instrument de distribution. Cela nous a permis de modéliser l'effet de la fiscalité des actionnaires influents, de la permanence des revenus et des stock-options des dirigeants sur la probabilité de recourir au rachat d'actions pour la distribution.

Les résultats de ces différentes analyses sont résumés dans le Tableau 16 et le Tableau 17, ci-dessous.

Les propositions théoriques issues de cette longue analyse de la littérature doivent à présent être confrontées à la réalité empirique, afin de tester leur pertinence. C'est l'objectif de la seconde partie de cette thèse.

Pour étudier l'influence des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires, il est nécessaire de bénéficier d'un terrain où l'actionnariat des entreprises est concentré. La France présente ces caractéristiques, et nous semble donc propice au test de nos hypothèses.

Dans le même temps, la situation des politiques de distribution est mal connue en France du fait du peu d'études réalisées, mais aussi de la récente autorisation des programmes de rachat d'actions. Une recherche sur ce terrain apporte donc à la connaissance empirique des politiques financières des entreprises françaises.

Le choix d'un autre terrain que le traditionnel marché anglo-saxon va, de plus, permettre d'appréhender l'influence d'un cadre culturel différent.

Ce choix mène à une dernière question de recherche dont la portée est descriptive :

- Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?

Tableau 15 – Rappel des trois questions de recherche de cette thèse

Objectif	**Questions de recherche**
Expliquer	- Au sein d'une entreprise, quelle est l'influence sur les montants de distribution, des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance ? - Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?
Décrire	- Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?

Tableau 16 – Premier Modèle : Variables influençant hypothétiquement le niveau de la distribution

CATEGORIES	VARIABLES	SENS DE LA RELATION HYPOTHETIQUE AVEC LE NIVEAU DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION		HYPO THESE
		En présence de mécanismes alternatifs de gouvernance	En l'absence de mécanismes alternatifs de gouvernance	
DETERMINANTS DU CONFLIT D'AGENCE	Risque de FCF	+		H1 – A H1 – B
	Concentration de l'actionnariat	∪	∩	H1 – C
	Pouvoir du premier actionnaire	+	-	H1 – D
VARIABLES ACTIONNARIAT	Actionnariat interne	∪	∩	H2
	Détention ou contrôle du premier actionnaire	∪	∩	H3
	Présence d'un actionnaire de contrôle	+	-	H4
	Identité du premier actionnaire	Non neutre		H5
	Détention ou contrôle des actionnaires de blocs (ni premier, ni interne)	Non neutre		H6
	Identité des actionnaires de blocs (ni premier, ni interne)	Non neutre		H7
MECANISMES DE GOUVERNANCE	Législation	+		H8-A
	Pression du marché des actions	+		H8-B
	Dette	-		H8-C
	Efficacité du conseil	+		H9-A
	Stock - Options	- ou neutre si conflit Majoritaire/Minoritaires		H9-B

∪ *: Relation en forme de U*

∩ *: Relation en forme de U inversé*

Tableau 17 – Second Modèle : Variables influençant hypothétiquement le choix de l'instrument de distribution

CATEGORIE	VARIABLES	SENS DE LA RELATION HYPOTHETIQUE AVEC LA PROBABILITE QUE LA DISTRIBUTION SOIT FAITE SOUS FORME DE RACHAT	HYPOTHESE
Fiscalité des actionnaires influents	Actionnariat des dirigeants	+	H10 – A
	L'actionnaire principal est une banque, une entreprise ou un particulier	+	H10 – B
	L'actionnaire principal est un institutionnel ou l'Etat	Neutre	H10 – C
Permanence du cash		-	H11
Stock-options des dirigeants		+	H12

PARTIE 2 – POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES ENTREPRISES FRANCAISES : ETUDES EMPIRIQUES

La revue de littérature réalisée en première partie a montré la pertinence de l'approche proposée par la théorie de l'agence pour avancer dans la compréhension des politiques de distribution. En les considérant comme des mécanismes de régulation des conflits d'agence, ce cadre conceptuel permet de justifier de l'utilité des distributions, mais peine jusqu'à présent à expliquer l'ampleur de ces distributions et le choix entre dividende et rachat.

Pour mieux comprendre l'ampleur des distributions, nous avons complété les recherches existantes par l'étude de l'influence de plusieurs conflits d'agence (conflit entre actionnaires et dirigeants, et entre actionnaires majoritaires et minoritaires) et par l'analyse de l'interaction avec les autres mécanismes de gouvernance.
Cela a donné naissance à une première question de recherche :
- Au sein d'une entreprise, quelle est l'influence sur les montants de distribution, des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance ?

La compréhension des politiques de distribution nécessite aussi d'étudier le choix de l'instrument de distribution. La mise en avant des principales différences entre dividende et rachat et la discussion de leur influence sur le choix de l'outil de distribution nous a mené à une seconde question de recherche :
- Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?

Si les différentes hypothèses théoriques que nous avons proposées pour répondre à ces questions de recherche sont d'une portée générale, nous avons cependant choisi de les tester sur le terrain français. Ce choix n'est certainement pas neutre, vu que les systèmes de gouvernance varient d'un pays à l'autre. Les entreprises françaises ayant fait l'objet de peu de recherches dans ce domaine, notre étude empirique permettra d'avancer dans la connaissance des politiques financière de ces firmes et de répondre à notre dernière question de recherche :
- Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?

Pour répondre à ces trois questions de recherche et tester nos différentes hypothèses, formulées en Partie 1, nous avons mené trois études empiriques, une qualitative et deux quantitatives. Elles sont introduites dans le tableau ci-dessous et sont présentées dans les quatre chapitres de la seconde partie de cette thèse.

Le choix du terrain français nous empêche cependant de tester deux des hypothèses de notre premier modèle théorique, tout en ne les remettant pas en cause. Il est en effet impossible d'appréhender l'influence de la législation en ne s'intéressant qu'à un seul pays (Hypothèse 8-A). De plus, la littérature a montré l'influence très négligeable du marché des prises de contrôle dans les pays où l'actionnariat est concentré (Hypothèse 8-B). Nous ne testons donc pas empiriquement les hypothèses relatives à l'influence de ces deux modes de gouvernance sur les politiques de distribution.

Tableau 18 – Présentation des études empiriques réalisées dans cette thèse

Questions de recherche	Objectifs		Etudes réalisée	Plan de la recherche	
				Méthodologie	Résultats
Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?	DECRIRE	La **vision des managers français** des politiques de distribution.	Etude qualitative à partir d'entretiens auprès de décideurs de politiques de distribution.	Chap 4 – Section 1	Chap 4 – Section 2
		La situation française : politique de distribution, structure d'actionnariat et mécanismes de gouvernance.	Description quantitative à partir d'un Panel de 167 entreprises du SBF 250, sur 6 ans.	Chap 5	Chap 6 – Section 1
		Les distributions de dividende et programmes de rachat : description et évolution des distributions de dividende et des rachats d'actions ; Etude des motivations au rachat.		Chap 5	Chap 7 – Section 1
Quelle est l'influence sur les montants de distribution, des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance ?	EXPLIQUER	**Le montant de la distribution.**	Etude quantitative à partir d'un Panel de 167 entreprises du SBF 250, sur 6 ans.	Chap 5	Chap 6 – Sections 2&3
Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?		**Le choix de l'instrument de distribution.**	Etude quantitative à partir d'un panel de 146 entreprises du SBF 250 distribuant, sur 6 ans.	Chap 5	Chap 7 – Sections 2&3

CHAPITRE 4 – ETUDE QUALITATIVE SUR LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION EN FRANCE

Dans le but de favoriser la compréhension des politiques de distribution en France, nous avons réalisé une étude qualitative.

Le but de cette analyse est de répondre, au moins en partie, à une de nos trois questions de recherche : Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?

Ce chapitre a pour objectif de présenter notre étude qualitative. Dans une première Section, nous introduisons les objectifs et la méthodologie de l'étude. Puis, dans une seconde Section, nous discutons des résultats obtenus.

SECTION 1. OBJECTIFS ET METHODOLOGIE DE L'ETUDE

1. OBJECTIFS DE L'ETUDE

Notre revue de littérature sur les politiques de distribution, présentée en Partie 1, a souligné l'intérêt des explications issues de la théorie de l'agence et mis en avant plusieurs voies de recherches à explorer. Des propositions théoriques ont ainsi été faites et il est maintenant nécessaire de les confronter à la réalité empirique.

Avant de tester quantitativement nos propositions, il nous a paru intéressant de compléter notre vision du terrain par une étude qualitative. Cette démarche a plusieurs objectifs.

Appréhender le point de vue managérial

L'étude du point de vue des managers sur les politiques de distribution aide à comprendre leur comportement. Cela peut faire émerger de nouvelles variables explicatives ou souligner l'importance de variables théoriques existantes. Peu de recherches ont suivi cette voie et encore moins en France. Ainsi, il nous a semblé intéressant d'étudier la façon dont sont prises les décisions de politiques de distribution en France et d'identifier certains facteurs déterminants des choix de distribution. Cela peut nous aider à évaluer la pertinence d'une recherche sur les politiques de distribution sous l'angle de la théorie de l'agence, dans le cadre français.

⇒ Le premier objectif de cette étude est de saisir le sentiment des managers sur les décisions de politiques de distribution et d'identifier les variables qui influencent ces politiques.

Appréhender le processus de décision

Dans le cadre de la théorie de l'agence, il est important d'identifier les personnes qui ont le pouvoir au sein de l'entreprise et qui décident des politiques de distribution. Cela permettra de mieux comprendre les relations d'agence. Or, à notre connaissance, il n'existe pas d'étude permettant d'identifier les vrais décideurs des politiques de distribution en France.

⇒ Le second objectif de cette étude est de préciser les personnes impliquées dans le processus de distribution.

Appréhender les spécificités éventuelles du terrain français

Nous souhaitons tester nos hypothèses théoriques sur le marché français qui semble être un terrain intéressant. Il permet en effet de saisir une réalité différente de celle des pays anglo-saxons. La culture, l'importance des marchés financiers, la législation et la structure d'actionnariat des entreprises y sont différentes. Or, il existe trop peu de recherches sur les politiques de distribution des entreprises françaises comparativement à la quantité d'études américaines. De plus, les quelques recherches françaises s'intéressant aux programmes de rachat d'actions n'ont pu étudier que peu d'années de données. Nous n'avons donc aucun recul sur le comportement de rachat des entreprises françaises.

Lancer une étude quantitative sur un terrain peu connu nous semble dangereux et nous craignons de commettre certaines erreurs. Une étude qualitative préalable devrait nous aider à déterminer les spécificités françaises à prendre en compte lors de notre étude quantitative.

⇒ Le troisième objectif de cette étude qualitative est de se familiariser avec le terrain français et d'obtenir des informations permettant de réaliser une étude quantitative plus fine par la suite.

Pour résumer, le but de ce chapitre n'est pas de valider nos hypothèses de recherche, mais de compléter l'approche purement quantitative que nous aurons par la suite. Cette étude qualitative cherche à dresser un tableau des différentes pratiques de distribution en France.

2. DESCRIPTION DE LA POPULATION ET METHODOLOGIE DE L'ETUDE

Afin de mettre en œuvre cette étude qualitative et d'atteindre les objectifs présentés ci-dessus, plusieurs modes de collecte des données sont envisageables : l'entretien individuel, l'entretien de groupe et l'observation (Baumard, Donada, Ibert et al. (1999, page 235)).

Etant donné le type de politique que nous étudions et le niveau auquel ces décisions sont prises, la collecte de données par l'observation est délicate à mettre en œuvre. De plus, il est difficilement envisageable de réunir ensemble les hauts managers que nous souhaitons rencontrer. Le contexte de l'étude ne se prête donc pas à des entretiens de groupe.

L'entretien individuel, au contraire, est adapté à notre étude. Les représentations des managers sont à l'origine des décisions et actions menées dans l'entreprise et sont essentielles à appréhender (Allard-Poesi, Drucker-Godard et Ehlinger (1999)). Le discours relaye efficacement ces représentations et l'entretien est le meilleur moyen de les capter.

⇒ Nous avons donc choisi, dans le cadre de cette recherche, de réaliser des entretiens individuels.

2.1. POPULATION DE L'ETUDE

Cette étude qualitative cherche à révéler au maximum la diversité des situations de politique de distribution. Dans ce but, nous avons sélectionné des entreprises ayant des politiques de distribution diversifiées (dividende, dividende exceptionnel, rachat d'actions), de taille et de performance variables, issues de plusieurs industries et cotées sur différents compartiments d'Euronext. De plus, nous avons interviewé plusieurs catégories d'acteurs : administrateurs, directeurs généraux, directeurs financiers, membres de la direction financière. Afin de parfaire ce point de vue managérial, nous avons aussi rencontré un analyste financier et un président d'association d'actionnaires minoritaires.

Etant donné l'aspect stratégique et confidentiel des décisions de distribution, nous avons dû garantir l'anonymat à nos interviewés et à leur entreprise. Le tableau ci-dessous présente les 12 entretiens réalisés, offrant ainsi quelques repères pour juger du sérieux et de l'expertise des personnes interviewées. Ces entretiens ont eu lieu au cours du premier semestre de l'année 2005.

Tableau 19 - Présentation de la population des répondants

REPONDANT	POSTE	MARCHE DE COTATION ET SECTEUR DE L'ENTREPRISE [1]
1	Directeur général, ancien directeur financier	Eurolist A / Industrie (2)
2	Directeur général, ancien directeur financier	Sortie de la cote / Industrie (2)
3	Ancien Directeur Général + Administrateurs de 2 autres sociétés	Eurolist A / Finance (8) + Eurolist A / Biens de consommation (3)
4	Membre du comité exécutif du groupe, Directeur Général d'une des filiales	Eurolist A / Biens de consommation (3)
5	Directeur financier	Eurolist C / Industrie (2)
6	Directeur financier	Eurolist B / Biens de consommation (3)
7	Membre de la direction financière	Eurolist A / Technologie (9)
8	Membre de la direction financière	Eurolist A / Finance (8)
9	Membre de la direction financière : Directeur du financement groupe	Eurolist A / Télécommunications (6)
10	Membre de la direction financière : Trésorier	Eurolist A / Energie (0)
11	Analyste financier, nommé en 2003 meilleur analyste financier de France.	Travaille dans une Banque d'investissement
12	Président	Association d'actionnaires minoritaires

[1] *Le marché de cotation est issu du classement du journal Les Echos : www.lesechos.fr.*

Les secteurs sont ceux de la classification ICB (Industry Classification Benchmark) utilisée par Euronext. Entre parenthèses aparait le code du secteur.

La taille de notre échantillon a été fixée sur la base du critère de saturation. La saturation est le moment où l'obtention d'informations complémentaires n'apporte pas d'idées nouvelles. Ladwein (1996) préconise pour cela de faire entre 10 et 30 entretiens. Dans, notre cas, dès le dixième entretien, nous avons estimé avoir atteint une saturation de l'information récoltée. Deux entretiens supplémentaires ont confirmé cette situation.

2.2. METHODE D'ENTRETIEN

Notre choix s'est porté sur la technique de l'entretien semi – directif, qui laisse une liberté d'expression au répondant en évitant toutefois de dévier vers des thèmes n'ayant pas de rapport avec l'objet de recherche.

Le guide d'entretien[110]

Dans ce type d'interview, le chercheur possède un guide d'entretien pour l'aider à aborder une série de thèmes préalablement définis. Nous avons réalisé un guide aménagé de trois variantes: une pour les managers, une pour l'analyste et une pour le président de l'association d'actionnaires minoritaires. Ce guide a été réalisé en respectant les règles essentielles édictées par la littérature scientifique. Nous avons ainsi fait attention à la formulation de nos questions et à notre vocabulaire (Pellemans (1999)). Afin de vérifier la qualité et l'intelligibilité de notre guide, nous l'avons soumis au contrôle de professeurs et de doctorants. De plus, suite aux premiers entretiens, nous l'avons légèrement modifié afin de l'améliorer.

Nous avons choisi d'aborder les thèmes liés au processus de décision, aux facteurs explicatifs des politiques de distribution et aux influences extérieures. Pour cela, nous avons cherché dans la mesure du possible à ce que la personne nous raconte un épisode particulier (délicat, sensible, difficile) de politique de distribution, afin d'essayer de faire ressortir un maximum de variables[111]. Cependant, dans la plupart des entretiens, il est apparu que les décisions de politiques de distribution sont régulières et les interviewés racontaient alors le déroulement classique des décisions de distribution.

Nous détaillons ci-dessous les thèmes abordés par les trois variantes de notre guide. Elles sont intégralement présentées en Annexe 3.

Guide d'entretien auprès des managers

Thème 1	<u>Processus de décision</u> ⇒ Qui sont les personnes ou entités impliquées dans les décisions de dividende et de rachat d'actions ?
Thème 2	<u>Facteurs financiers ou managériaux pris en compte pour décider des politiques de dividende et de rachat d'actions</u> ⇒ Quelles sont les motivations à distribuer des dividendes ou à faire un programme de rachat d'actions ? ⇒ Quelles sont les variables internes prises en compte ou influençant la décision de distribution ? Facteurs financiers, mais aussi spécificités culturelles des entreprises ou psychologiques des dirigeants…
Thème 3	<u>Influence externe sur les politiques de distribution</u> ⇒ Quelle est l'influence des actionnaires ou des marchés ?

[110] Les trois variantes du guide d'entretien sont présentées en intégralité en Annexe 3.

[111] C'est la méthode des incidents critiques développée par Flanagan (1954)

Guide d'entretien auprès du président d'une association d'actionnaires minoritaires

Thème 1	Processus de décision ⇒ Quel est le rôle des actionnaires dans le processus de décision ? Quelle est la vision des actionnaires minoritaires du processus de décision interne ?
Thème 2	Point de vue des actionnaires sur les politiques de dividende et de rachat d'actions ⇒ Quelles sont les préférences des actionnaires minoritaires et leurs sentiments sur le rachat et le dividende ? Quelle interprétation ont les minoritaires du comportement des managers ?

Guide d'entretien auprès d'un analyste financier

Thème 1	Interprétation des distributions ⇒ Comment les analystes et les marchés interprètent-ils les décisions de distribution ?
Thème 2	Éléments internes influençant la décision ⇒ Quelle est la vision des analystes sur les éléments qui influencent les distributions ? Facteurs financiers, mais aussi spécificités culturelles des entreprises ou psychologiques des dirigeants…
Thème 3	Influence externe sur le processus de décisions ⇒ Quelle est l'influence des analystes sur les décisions de distribution ? ⇒ Vision de l'influence des actionnaires ou des marchés

La conduite des entretiens

Les entretiens ont principalement eu lieu dans les bureaux des personnes interviewées, au sein de leur entreprise. Ces entretiens ont duré en moyenne plus d'une heure. Ils ont été entièrement enregistrés, avec le consentement des personnes interrogées.

Nous avons suivi les principes de bonne conduite des entretiens (Evrard, Pras et Roux (1993), Thiétart (1999), Huberman et Miles (2003)).

Pour respecter le principe de non-directivité, nous avons cherché à avoir une attention positive vis-à-vis de l'interviewé et à accorder de la valeur à tout ce que qu'il dit. Nous avons développé une attitude empathique en cherchant à percevoir et à comprendre le cadre de référence de l'interviewé. Nous avons montré notre intérêt et notre écoute par des signes d'acquiescement, par des questions de relance. Toutes nos interventions ont été les plus neutres possibles afin de ne pas induire de réponses spécifiques.

Nous n'avons pas considéré le guide comme un cadre fixe, mais comme une façon de border de façon flexible l'entretien. Tel que le suggère Baumard et al. (1999, page 236), nous avons parfois modifié le guide en cours d'entretien lorsque des questions étaient abordées par le répondant ou si une question risquait de bloquer la personne en face de nous. Nous avons aussi adapté le questionnement aux connaissances que l'interviewé était le plus à même de fournir.

Enfin, nous avons prêté attention à notre vocabulaire. Par exemple, nous n'assimilions pas les programmes de rachat aux politiques de distribution si le répondant ne considérait pas le rachat en tant que tel.

Les répondants se sont dans l'ensemble montrés ouverts à la discussion et ont tenté d'aborder un maximum de points. Sur deux entretiens et uniquement sur le thème du processus de décision, nous avons rencontré des difficultés à mettre en confiance l'interviewé et à dépasser le stade des réponses officielles ou juridiques. A part cette exception, les interviews ont permis de collecter une masse d'informations intéressantes.

2.3. ANALYSE DES DONNEES

L'analyse des données s'est faite en deux étapes, tout d'abord la codification des textes, puis leur analyse quantitative. Chaque entretien a été retranscrit intégralement et le plus tôt possible, afin d'en permettre une étude rigoureuse (Huberman et Miles (2003)).

Codage des entretiens

Le codage consiste à « découper le contenu d'un discours ou d'un texte en unités d'analyse (mots, phrases, thèmes…) et à les intégrer au sein de catégories sélectionnées en fonction de l'objet de la recherche » (Allard-Poesi et al. (1999, page 455)).

L'unité d'analyse se définit comme « l'élément en fonction duquel le chercheur va procéder au découpage du discours ou du texte » (Allard-Poesi et al. (1999, page 455)). Dans le cas présent et comme dans beaucoup de recherches en gestion, le codage du discours a été basé sur les unités de sens ou thèmes. Ce choix est conforté par l'idée que nous voulons dégager des thèmes de questionnement et des réflexions liées aux politiques de distribution. La taille des unités d'analyse va donc du mot au paragraphe.

Une catégorie se définit comme « un regroupement d'unités d'analyse » (Allard-Poesi et al. (1999, page 455)). Au sein d'une catégorie, toutes les unités doivent avoir des significations proches. Pour former nos catégories, nous avons suivi les critères de Berelson (1971) :

- Exhaustivité : le contenu à classer doit l'être en entier. Cependant, certains pans de texte peuvent être laissés de côté s'ils ne correspondent pas à nos objectifs ;
- Exclusivité : les mêmes éléments ne peuvent appartenir à plusieurs catégories ;
- Objectivité : les caractéristiques de la catégorie doivent être claires ;

- Pertinence : les catégories doivent être en rapport avec le contenu qu'on traite et l'objectif poursuivi.

Pour déterminer nos catégories, nous avons établi une liste de départ à partir de la littérature. Nous l'avons ensuite complétée au fur et à mesure, afin de classifier les nouveaux thèmes apparus au cours de l'analyse, tel que suggéré par Huberman et Miles (2003). Pour nous aider dans cette démarche, nous avons utilisé le logiciel NVIVO.

En accord avec Lincoln et Guba (1985), quand chaque unité a pu être affectée sans hésitation à une catégorie et qu'un nombre suffisant de régularité a émergé, nous avons estimé être arrivé à saturation.
Au total, au sein des 12 entretiens, 1367 unités d'analyse ont été recensées et classées en 197 catégories et sous catégories. Les catégories mères sont les suivantes : *Processus de décision, Motivations à la distribution, Facteurs explicatifs* et *Description des politiques de distribution.* Le détail de ces catégories et leur critère d'attribution sont présentés en Annexe 4.

Synthèse des résultats - Analyse de contenu quantitative

Il existe deux grands types d'analyse de contenu : une quantitative et une qualitative. La première cherche à calculer la fréquence d'apparition d'unités d'analyse dans les catégories, la seconde cherche à apprécier de façon qualitative, l'importance des thèmes. « La différence entre analyse quantitative et qualitative réside ainsi dans la façon dont elles conçoivent la notion d'importance d'une catégorie : « nombre de fois » pour l'analyse quantitative et « valeur d'un thème » pour l'analyse qualitative » (Thiétart (1999)).
Le choix de la technique d'analyse a découlé de la façon dont se sont déroulés les entretiens. Les interviewés se sont montrés ouverts et confiants et nous avons eu le sentiment fort qu'ils insistaient toujours longuement sur ce qui leur semblaient être les points les plus importants. Nous avons donc considéré que le meilleur moyen d'apprécier l'importance d'un thème était de regarder sa répétition et nous avons choisi de réaliser une analyse de contenu quantitative.

Nous avons donc dénombré les unités d'analyse au sein de chaque catégorie, puis calculé la fréquence d'apparition de chaque catégorie au sein de sa catégorie mère. Cela a permis de déduire l'importance d'un thème au sein de sa catégorie (Thiétart (1999)).
Le calcul des fréquences analyse la répétition de thèmes indépendamment des répondants les ayant formulés. Nous avons donc complété notre analyse par le recensement du nombre de répondants ayant énoncé chaque thème.

Ainsi, plusieurs informations permettent de quantifier un thème et d'en apprécier l'importance: le nombre de fois où le thème est énoncé, sa fréquence d'apparition au sein de sa catégorie et le nombre de répondants ayant abordé ce thème.

Sur la totalité des 12 entretiens récoltés, 1367 unités ont été reparties entre nos 4 grandes catégories. La catégorie *Facteurs explicatifs* a reçu 62% des unités identifiées dans les entretiens, la catégorie *Processus de décision* 18%, les catégories *Motivations à la distribution* et *Description des politiques de distribution* ont chacune reçu 10% des unités. Au sein de chacune de ces grandes catégories, les thèmes sont repartis en sous catégories, dont nous avons aussi calculé les fréquences[112].

Les résultats issus de cette analyse de contenu sont présentés dans le paragraphe suivant.

SECTION 2. RESULTATS DE L'ANALYSE QUALITATIVE

Dans l'état actuel de la recherche, il est admis que les politiques de distribution peuvent prendre deux formes : celle d'un dividende (ordinaire ou exceptionnel) ou celle d'un rachat d'actions. Avant de commencer la présentation des résultats de cette étude qualitative, il est important de préciser que la définition qu'ont nos répondants d'une politique de distribution ou d'un rachat d'actions diffère parfois de la vision académique.
Aucun répondant ne considère le rachat et le dividende ordinaire comme des substituts. La vision de ce qu'est le rachat varie selon les interviewés :
- pour une minorité, le rachat est considéré comme une substitution au dividende exceptionnel. La politique de distribution a alors deux niveaux : tout d'abord, le versement d'un dividende ordinaire, stable et lissé au maximum, puis, un second versement via rachat ou dividende exceptionnel, moins régulier.
- pour une majorité de répondants, la politique de rachat n'est pas du tout considérée comme une politique de distribution de liquidité et répond à d'autres objectifs.

Maintenant que nous avons précisé cette définition, présentons les résultats de notre étude.
Dans un premier temps, nous décrivons le processus de décision des politiques de dividende et de rachat (1.). Puis, nous exposons les motivations des managers à décider de ces politiques (2.), Enfin, nous présentons les facteurs expliquant ou influençant les choix de distribution (3.).

[112] Le détail de cette analyse se trouve en Annexe 4.

1. DESCRIPTION DU PROCESSUS DE DECISION

Les éléments de texte recensés autour du thème du processus de décision nous ont permis de mieux comprendre la façon dont sont prises les décisions de politique de distribution.
Plusieurs personnes ou entités prennent part à cette décision : le conseil d'administration, le président, le directeur général, la direction financière et dans une moindre mesure, l'assemblée générale des actionnaires.

Le conseil d'administration est indéniablement l'organe principal de décision. Son rôle fondamental est souligné par 11 des 12 répondants (48% des unités de la catégorie « identité des décideurs des politiques de dividende » (soit 38 unités) et 24% de ceux de la catégorie « identité des décideurs des politiques de rachat » (soit 8 unités)). Le pouvoir du conseil sur les décisions de distribution pose la question de son homogénéité. Qui sont les administrateurs et l'intérêt de qui défendent-ils ? Plusieurs répondants ont par exemple souligné l'influence d'actionnaires importants ou influents sur le conseil.

Le pouvoir décisionnel du président et du directeur général est, lui aussi, fort (4 répondants et 5 unités pour le rôle du président dans les politiques de dividende et 6 répondants et 11 unités pour le rôle du directeur général). Le cumul des postes de directeur général et de président renforce ce pouvoir de décision. L'influence du président éclipse parfois celle des autres entités, principalement quand il est considéré comme un homme fort. Dans le cas n°7, il est apparu que le président décide seul de la politique de distribution, et que son statut de fondateur lui permet d'être suivi sans contestation.

Pourtant, en France, d'un point de vue juridique, c'est l'assemblée générale des actionnaires qui doit valider la proposition de dividende faite par le conseil d'administration ou voter le programme de rachat. En réalité, son pouvoir est limité. 4 répondants seulement (11% des unités de la catégorie « identité du décideur de dividende » et 24% des unités « identité du décideur de rachat ») soulignent le rôle de décideur de l'AG et ceci principalement du fait de son pouvoir juridique. Au contraire, 8 interviewés nous disent que son rôle est limité : les actionnaires valident toujours avec une large majorité les propositions du conseil.
Un de nos répondants nous a toutefois signalé que l'assemblée générale pouvait parfois s'opposer au conseil. Dans cette entreprise, l'année précédant l'interview, l'assemblée générale avait rejeté une proposition de dividendes. Les actionnaires, menés par quelques fonds

d'investissement, avaient voté, à une petite majorité, un dividende substantiellement plus important que celui proposé par le conseil.

La direction financière semble avoir un rôle clé dans la détermination de la politique de distribution. Elle étudie les propositions de distribution et conseille les décideurs à ce sujet (10 répondants sur 12 ont souligné ce rôle). Ce rôle de conseiller est parfois partagé avec des banquiers conseils qui aident les entreprises à finaliser leurs décisions de politique de distribution. Le directeur financier prend parfois directement part à la décision finale (4 répondants en ce qui concerne le dividende). Dans deux entreprises, il est apparu que la direction financière s'intéressait à la littérature scientifique et vulgarisait alors ces recherches pour les décideurs. De plus, c'est en général le directeur financier qui décide et qui s'occupe de la mise en œuvre du rachat. Il peut aussi avoir un rôle d'initiateur dans les décisions de rachat.

Ces éléments résument bien le processus de décision tel qu'il a été présenté par nos répondants, et tous décrivent des modes de fonctionnement assez proches : importance du conseil et du PDG au sein de ce conseil, rôle faible de l'AG et rôle de conseiller de la direction financière.
Pourtant, 7 des 12 répondants nous ont communiqué leur sentiment d'être un cas particulier dans la façon dont se déroule leur décision de distribution. Cette particularité serait liée à une spécificité de leur entreprise, mais à notre sens, ne mène pas à des processus de décision différents.
Il est aussi intéressant de noter que les managers interviewés nous ont décrit, sincèrement et à plusieurs reprises, la décision de distribution comme peu stratégique et peu complexe. Elle semble être prise rapidement et simplement. Etant donné la taille de la littérature dans ce domaine, ces remarques sont étonnantes. Les verbatim suivants illustrent ce point:
Répondant n° 6 « Ces décisions semblent être ni stratégiques, ni très importantes. »
Répondant n° 7 « Chez nous, la politique de dividende est très, très simple. »
Répondant n° 4 « Dans le cadre du groupe, malheureusement, c'est beaucoup moins sophistiqué qu'on ne le dit » - « c'est pas très sophistiqué, voilà ce que je veux dire, c'est vraiment pas sophistiqué. On est plus dans le raisonnement émotionnel. »

⇒ Cette partie exploratoire de notre étude montre que le premier décideur des politiques de distribution est le conseil d'administration. Ce conseil regroupe souvent les actionnaires importants ou influents (tel que le fondateur), mais aussi parfois par les dirigeants.
Le président et les directeurs prennent activement part à la décision et le cumul des fonctions de président et de directeur général renforce ce rôle.

Ces résultats confortent notre souhait d'étudier plus en profondeur l'influence du conseil et du respect des pratiques de bonne gouvernance sur les décisions de distribution. Enfin, ils sont cohérents avec le cadre théorique de l'agence, puisqu'ils soulignent le pouvoir des dirigeants et des gros actionnaires.

Suite à la présentation des décideurs des politiques de distribution, nous nous intéressons, à présent, aux motivations de ces acteurs.

2. MOTIVATIONS AUX DECISIONS DE POLITIQUES DE DISTRIBUTION

L'utilité des politiques de distribution peut être éclairée par l'étude des motivations à la distribution mises en avant par les décideurs. Ce raisonnement est critiqué par Friedman (1953) qui remarque que la connaissance des motivations qui soutiennent les actions n'est pas nécessaire pour en expliquer les formes. Cependant, cette critique ne suffit pas à éliminer l'intérêt des études basées sur le discours. Ces dernières permettent de perfectionner la compréhension des politiques financières et aident parfois à la modélisation ou à l'explication.

Lors de nos entretiens, les personnes interviewées ont évoqué les motivations qui les poussent à faire du rachat ou à verser un dividende (132 unités recensées). Cette partie reprend ces éléments et tente de les comparer aux nombreuses motivations mises en avant par la littérature.

Motivations au versement de dividendes

Le premier résultat intéressant est que les répondants ont davantage parlé des motivations les poussant au rachat que de celles les menant à distribuer des dividendes. Pour une majorité d'entre eux, il n'est pas nécessaire de parler des motivations aux dividendes car elles sont évidentes. La nécessité de verser des dividendes est un sentiment largement partagé. Quatre répondants ont spécifié qu'une entreprise doit verser des dividendes si elle le peut. Le dividende est la rémunération normale des actionnaires.

Ce sentiment a fait que les répondants ont été flous quant aux motivations qui les poussent à verser des dividendes et se sont peu attardés sur le sujet. Il ressort de notre étude que le paiement d'un dividende est une façon de satisfaire l'actionnaire (33% des unités de la catégorie « motivations aux dividendes », soit 12 unités), d'envoyer un signal positif (22% ou 8 unités) et de répondre à un besoin de liquidité de l'actionnaire (14% ou 5 unités), mais que la distribution ne semble pas liée à un effet de clientèle.

Motivations au rachat d'actions

Les répondants se sont davantage attardés sur les motivations qui les amènent à avoir un programme de rachat d'actions.

Il est intéressant de voir que même si le programme ne doit pas être mis en œuvre, les répondants pensent qu'il est nécessaire de faire voter une autorisation de rachat par l'assemblée générale (3 répondants et 7 unités). Les verbatim suivants illustrent ce point :

Répondant n° 6 : « C'est quasiment une obligation d'avoir un programme de rachat d'actions » - « Je n'arrive pas à concevoir qu'une société puisse être cotée sans programme de rachat d'actions. » - « Donc on a mis un programme de rachat pour le cas où. En cas de besoin, si on en a besoin. »

Répondant n° 9 « Par contre, il me paraîtrait quand même bizarre - vu qu'il n'y a qu'une AG par an - de pas le faire voter quand on peut, pour si la situation se présente pouvoir l'utiliser. »

L'effet de relution du rachat est la principale motivation à sa mise en œuvre (11 des 12 répondants et 44% des unités de la catégorie « motivations au rachat », soit 36 unités). C'est principalement pour contrer l'effet dilutif des stock-options, mais aussi des obligations convertibles, que le rachat est décidé. Ce résultat confirme l'hypothèse théorique de l'utilisation du rachat pour couvrir les plans de stock-options. En revanche, elle n'apporte pas d'information sur l'utilisation du rachat dans le but de maximiser la valeur des stock-options détenues par les dirigeants. La technique de l'entretien semble peu à même de faire ressortir ce genre de motivation. Il est peu probable qu'un manager avoue utiliser à but privé une politique financière.

La seconde motivation à faire du rachat découle du fait que le rachat est aussi un outil de gestion financière et de réévaluation du cours (25%, 20 unités). Il permet d'améliorer la liquidité, la volatilité et de faire des placements financiers intéressants. Il est étonnant de voir que la réévaluation du cours est une motivation au rachat alors que les managers doutent de son effet sur le cours de bourse. S'ils s'accordent sur l'effet positif d'un versement de dividende, leurs avis divergent quant à l'effet du rachat. L'effet du rachat sur le cours est soit positif (2 répondants), soit négatif (1 répondant), soit neutre (2 répondants). Cette divergence est cohérente avec les autres études empiriques qui ont du mal à prouver l'existence d'une réaction boursière liée aux programmes de rachat en Europe[113].

[113] Voir la présentation au Chapitre 1 – Section 2 - 2.2.3, des études empiriques sur les réactions boursières aux programmes de rachat d'actions.

Enfin, par ordre d'importance, l'utilisation du rachat est motivée par la nécessité de financer une croissance externe (10% des unités), par le désir d'annuler les actions (6% des unités) ou de renforcer le pouvoir de certains actionnaires (cité par 3 répondants, 4% des unités).

Ces résultats confortent certaines motivations mises en avant par notre revue de littérature. Le rachat est principalement motivé par l'existence de plans de stock-options, mais aussi par une réévaluation du cours ou par le souhait de faire des investissements. D'autres motivations théoriques ne trouvent pas d'échos dans cette étude qualitative, comme la distribution de liquidités, la protection contre les OPA ou la modification de la structure du capital de l'entreprise.

Intéressons-nous plus en détail au rôle de distribution des rachats. Il est étonnant de voir que le rachat n'est pas motivé par une distribution de liquidités aux actionnaires, et que les motivations du rachat sont très différentes de celles du dividende. Aucun répondant n'a clairement mis en avant qu'il rachetait pour distribuer et deux d'entre eux ont spécifié que la distribution n'était pas une motivation au rachat. Néanmoins, deux autres répondants ont précisé que le but du rachat était d'annuler les actions, ce qui correspond techniquement à une distribution.
Ce déni du rôle de distribution est étonnant sachant qu'une partie des managers associe, comme nous le verrons par la suite, le rachat à un instrument de distribution. Notre analyse qualitative va souligner à plusieurs reprises cette contradiction : le rachat est considéré comme un instrument de distribution, mais est rarement utilisé en tant que tel en France.

L'hypothèse de signal ne semble pas être non plus une motivation aux politiques de dividende et de rachat. Le signal est considéré par nos répondants comme une conséquence de la distribution plutôt que comme une motivation. Les répondants ont mentionné 57 fois le fait que la distribution pouvait envoyer un signal, mais l'ont cité seulement 9 fois (8 pour le dividende et une pour le rachat) comme une motivation à la décision de distribution.
Le signal envoyé par le dividende ordinaire est différent de celui envoyé par le dividende exceptionnel ou le rachat. Le premier envoie un signal positif, signe de confiance des managers dans l'avenir (6 répondants et 11 unités). Plus la distribution est lissée et plus ce signal est positif (9 unités).
En revanche, la baisse d'un dividende ordinaire envoie un mauvais signal (3 répondants et 3 unités). De même, le dividende exceptionnel ou le rachat signale un excès de cash et un manque d'opportunités d'investissement et sont donc vus négativement par les marchés (6 répondants et 14 unités).

Enfin, le rôle de gouvernance de la distribution n'a pas non plus été évoqué par nos répondants. Cela ne nous semble pas étonnant. Il est peu probable que des managers affirment en entretien que leurs actes sont motivés par un comportement opportuniste et qu'ils doivent être surveillés.

⇒ Ces résultats soulignent que la justification du dividende est peut être aussi une énigme pour les managers. Le dividende est considéré comme la rémunération naturelle des actionnaires, mais il y a une absence de réflexion véritable sur les raisons de cette distribution. L'étude des facteurs influençant la décision de dividende peut nous apporter plus d'informations à ce sujet.

Les résultats sur les motivations aux rachats d'actions sont intéressants à prendre en compte pour notre étude quantitative. Pour pouvoir étudier les politiques de rachat comme distribution de liquidités, il apparaît nécessaire d'isoler la faible part des rachats qui y correspondent. L'effet de la couverture des plans de stock-options doit absolument être identifié et mis de côté. De plus, il est essentiel de s'intéresser aux rachats mis en œuvre et pas uniquement aux votes de programmes.

Suite à la présentation des motivations à la distribution, nous arrivons à la partie principale de cette étude qualitative qui traite des facteurs influençant la forme de la distribution.

3. FACTEURS INFLUENÇANT LES CHOIX DE POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Après avoir identifié les décideurs des politiques de distribution et abordé leurs motivations à proposer un dividende ou un rachat, nos répondants ont surtout parlé des facteurs qui déterminent ou influencent la forme des politiques de distribution. 850 unités ont été recensées au sein de cette catégorie, qui représente 62% des unités issues de nos entretiens.

Les éléments de cette catégorie décrivent la façon dont les dirigeants décident du montant et de la régularité de la politique de dividende, et du vote ou de la mise en œuvre du rachat. Quels sont les facteurs objectifs ou subjectifs qui sont pris en compte ? Quels éléments influencent de façon directe ou indirecte les décisions ?

Il ressort de notre étude que la décision de distribution est le fruit d'un consensus entre différentes influences plus ou moins fortes (13 unités).

Nous avons classé ces variables en trois catégories dont nous présenterons successivement l'influence: les éléments financiers ou internes à l'entreprise (3.1.), les éléments liés à l'actionnariat et à la direction de l'entreprise (3.2.) et les éléments externes à l'entreprise (3.4.). Après avoir présenté ces différents facteurs, nous commenterons ensuite les éléments explicatifs du choix entre dividende et rachat d'actions (3.4).

3.1. INFLUENCE DES ELEMENTS FINANCIERS OU INTERNES A L'ENTREPRISE

Les éléments financiers et internes à l'entreprise seraient le second facteur explicatif des politiques de distribution, si l'on se réfère à la fréquence de leur citation : 33% de la catégorie « facteurs explicatifs », soit 278 unités.

Nos résultats montrent que plusieurs éléments financiers jouent un rôle important dans la forme des politiques de distribution : le résultat, les liquidités, les opportunités d'investissement et l'endettement. Cela est conforme avec les recherches antérieures. Nos résultats décrivent aussi un élément nouveau : l'influence de la culture de l'entreprise.
Présentons un par un ces éléments.

Le résultat et la performance de l'entreprise :

Le niveau du résultat est un des premiers facteurs regardés par les entreprises lorsqu'elles décident de leur distribution (Second en terme de fréquence de citation dans la catégorie « Facteurs internes et financier »). Le dividende est en effet, par essence, un partage des résultats entre actionnaires. De plus, jusqu'en 2004, le dividende devait être en adéquation avec les résultats de l'entreprise pour pouvoir l'assortir d'un avoir fiscal.
Cependant, 5 répondants remettent en question l'influence du résultat. Les dirigeants lissent le dividende ordinaire et dans la mesure du possible évitent de le baisser. Ainsi, le dividende ne va pas être le reflet exact du résultat et va même en être parfois fortement déconnecté. Si les résultats sont mauvais temporairement, le dividende ne sera pas baissé. A travers cette étude, la distribution apparaît donc comme étant davantage liée à la performance de l'entreprise qu'à son résultat comptable.

L'endettement :

Pour 9 de nos répondants, le niveau d'endettement est considéré comme un facteur essentiel d'ajustement du dividende (15% des thèmes, soit le troisième ex aequo de la sous catégorie en terme de fréquence de citation). Si l'endettement est fort, l'entreprise doit assainir son bilan et ne peut distribuer beaucoup de liquidités. A l'inverse, si l'endettement est faible, l'entreprise

distribue des liquidités afin d'éviter que l'endettement net ne devienne négatif et ne détériore la valeur de l'entreprise.

L'importance de la dette avait déjà été mise en avant par le sondage réalisé par Brav et al. (2005). Cette relation négative entre niveau de la dette et dividende est cohérente avec les conclusions de notre revue de littérature.

Les opportunités d'investissement :

11 de nos répondants ont souligné à plusieurs reprises l'influence des opportunités d'investissement sur la politique de distribution (Premier en fréquence de citation avec 29% des unités de la sous catégorie et 78 unités).

Le niveau d'investissement du secteur de la firme joue sur le niveau à long terme du dividende ordinaire. Le dividende ordinaire est fonction du niveau d'investissement moyen de l'entreprise. Les verbatim suivants illustrent ce point.

Répondant n° 7 : « Il *(le PDG)* a dit : voilà, la société doit beaucoup investir, on est dans une activité dans laquelle il faut faire beaucoup de recherche, dans laquelle il faut investir dans des hommes, […] et il considérait que un tiers des bénéfices allait aux actionnaires et que le reste devait être réinvesti dans la société. »

Répondant n° 8 : « On est sur une logique de long terme, on se dit : le groupe s'il gagne en ce moment 3 milliards d'euros, on met 1 milliard d'euros en dividende, et il nous reste 2 milliards d'euros pour financer la croissance externe ou la croissance interne. »

Répondant n° 2 : « L'affaire était positionnée sur un très beau segment de marché, ce segment était en développement et rentable et qu'en conséquence, on pourrait dire que l'optimisation des capitaux employés consistait à ne pas payer des dividendes […] et qu'il valait mieux garder tout l'argent possible pour pouvoir financer la croissance et pour ne pas un jour être à court. »

Face à une opportunité nouvelle d'investissement, le dividende ordinaire n'est pas réduit, même si cela signifie qu'il faut trouver de nouveaux capitaux (selon deux répondants). Les opportunités d'investissement ponctuelles de l'entreprise influencent surtout la détermination du niveau de rachat ou du dividende exceptionnel. En cas de gros investissement, le dividende ordinaire peut croître moins vite, et le rachat et le dividende exceptionnel sont quant à eux coupés. Enfin, l'entreprise utilisera le rachat et le dividende exceptionnel si elle n'a aucune opportunité d'investissement (15 unités et 8 répondants).

Répondant n° 1 : « Pour nous, c'est assez stable, le dividende c'est quelque chose sur lequel l'actionnaire doit pouvoir compter, sauf accident, ou chute pérenne du résultat. En revanche, oui,

si on avait un gros investissement, et bien à ce moment là bien sûr il n'y aurait pas de dividende exceptionnel. »

Répondant n° 4 : « Non, (*en cas de gros investissement)* on ne diminuerait pas le dividende […], on irait chercher une augmentation de capital ou on augmenterait l'endettement ou on vendrait un autre actif mais je pense que la politique de dividende ne serait pas écornée pour autant. »

Répondant n°11 : « par exemple, l'entreprise X, s'il a été décidé l'année dernière de distribuer un dividende exceptionnel, c'est parce qu'ils jugeaient que dans la stratégie de l'entreprise, il y aurait pas eu moyen de valoriser plus l'action, parce que ça n'aurait pas apporté (de conserver en capitaux propres cet argent) une possibilité de développement importante. »

Le niveau des liquidités :

Le niveau des liquidités, indépendamment du résultat, influence aussi les politiques de distribution, et particulièrement les dividendes exceptionnels ou les rachats. Ces deux moyens de distribution semblent être fortement motivés par la présence de liquidités importantes au sein de l'entreprise (11 répondants et 15% des unités, soit le troisième ex aequo de la sous catégorie en terme de fréquence de citation).

⇒ L'influence des opportunités d'investissement, de la dette et du niveau des liquidités de l'entreprise sur les politiques de distribution est parfaitement cohérente avec le modèle de Jensen (1986). Cela conforte notre intérêt pour le cadre théorique de l'agence.

La culture de l'entreprise :

Notre étude fait apparaître un élément d'influence nouveau, rarement mis en avant par la littérature (excepté par Frankfurter et Wood (2003)). C'est l'existence d'une culture de la distribution (ou de la non distribution) (9 répondants, 10% des unités de la catégorie « Facteurs internes et financier », soit 28 unités).

Cette culture pousse les managers à poursuivre les politiques passées et donc à distribuer des dividendes si l'entreprise l'a toujours fait et à ne pas distribuer si l'entreprise ne l'a jamais fait. Voici quelques verbatim pour illustrer ce propos :

Répondant n°11 : « La proposition qui est faite est fonction de l'exercice précédent, inévitablement, et ensuite de la politique historique de distribution de l'entreprise.»

Répondant n°7 : « La culture de l'entreprise, c'est de distribuer un tiers du résultat s'il y a des bénéfices et rien s'il y a des pertes. Cela a toujours été le cas.» - « En conclusion, il me semble que le dividende résulte d'une décision arbitraire décidée il y a très longtemps. »

Répondant n°2 : « Voilà quelle a été l'histoire de 20 ou 30 ans de dividendes. Moi, j'ai d'ailleurs eu un peu tendance à accentuer un peu ces credo, à en faire un peu des dogmes, parce que je trouvais ça pratique et parce que ça me paraissait bien adapté à ce conseil d'administration et à ce mélange actionnaires familiaux, actionnaires extérieurs, je trouvais que ça correspondait bien au modèle de l'entreprise.»

⇒ Les opportunités d'investissement, le résultat, la dette, les liquidités et la culture de l'entreprise sont les principaux facteurs internes d'influence mentionnés par nos répondants.

Apprécions maintenant l'influence de l'actionnariat et des dirigeants.

3.2. INFLUENCE DE L'ACTIONNARIAT ET DE LA DIRECTION DE L'ENTREPRISE

Nos répondants ont souligné l'influence sur les politiques de distribution de la structure de l'actionnariat et des préférences des actionnaires (163 unités). De plus, la direction, via les caractéristiques du président, mais surtout à travers les convictions ou principes qu'ont les managers sur la façon dont doit être menée une distribution, influence fortement la forme de ces politiques (173 unités). Les répondants ont aussi évoqué l'effet des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants (11 unités).

Ces différents éléments représentent 40% des unités de la catégorie « facteurs explicatifs », soit 347 unités. C'est la catégorie recensant le plus grand nombre d'unités.

3.2.1. Influence des conflits entre actionnaires et dirigeants

A plusieurs reprises, cinq des répondants ont cité des exemples de managers gérant des stocks de liquidités élevés et ne souhaitant pas les redistribuer. Ils ont évoqué la crainte des actionnaires et leur désir de voir revenir cet argent sous forme de distribution. Le rachat d'actions semble alors être le moyen de redistribution désiré par les actionnaires. Les verbatim suivants illustrent ces propos

Répondant n°3 : « Les analystes et les gérants de fonds qui ont toujours peur que les dirigeants se lancent dans des projets dispendieux et qui ne rapportent pas, préfèrent qu'ils rachètent leurs titres. »

Répondant n°2 : « Chasse aux managers qui accumulent des trésors de guerre […], qui se donnent les moyens d'aller faire des opérations grâce au cash qu'ils ont.... sans trop passer par le contrôle de l'actionnaire. Implicitement s'ils ont du cash, ils peuvent faire une opération, on n'est pas obligé d'en parler, ils en parlent moins etc...Tandis que s'ils sont coincés et n'ont que les

finances nécessaires pour faire leur développement courant, le jour où ils auront besoin de quelque chose, ils seront bien obligés de revenir vers nous, donc on les tient mieux en laisse. »

⇒ Ce résultat montre que la politique de distribution peut être utilisée pour limiter les abus de la part des managers. Cette reconnaissance professionnelle donne du poids aux explications issues de la théorie de l'agence, même si l'importance de ce thème est quantitativement faible.

3.2.2. Influence de l'actionnariat

Les répondants ont de nombreuses fois souligné l'influence de la structure de l'actionnariat, mais aussi des préférences des actionnaires sur les politiques de distribution (45% des thèmes de la sous catégorie, 163 unités).

- Influence de la présence d'un actionnaire majoritaire

8 répondants (21 unités) ont souligné l'influence de la présence d'un actionnaire principal sur la distribution.

Les considérations patrimoniales de cet actionnaire jouent sur la forme de la distribution (6 répondants, 17 unités) et varient selon son identité. Si le majoritaire a emprunté pour acheter ses actions, il a besoin d'un apport régulier de liquidités pour rembourser sa dette et poussera à la distribution de dividendes. Au contraire, s'il a hérité de ses titres, il freinera le paiement de dividendes. Selon nos répondants, les actionnaires majoritaires essayent souvent de limiter la dilution de liquidités et de pouvoir découlant des politiques de dividende.

Les verbatim suivants illustrent ces propos.

Répondant n° 4 : « à partir du moment où tu as un actionnaire qui contrôle, qui a 51%, c'est lui qui décide. »

Répondant n° 3 : « Au précédent conseil, le directeur financier de *X (actionnaire majoritaire de l'entreprise 3bis)* fait gentiment remarquer que plus on distribuait et plus il y avait de la fuite de capitaux en dehors du groupe. » - « Bon je suis aussi au conseil de *X (entreprise 3ter)*, là c'est une famille qui est majoritaire en droits de vote, il est évident que ça crée une petite pression pour la distribution, en faveur de la distribution. »

Les désirs de l'actionnaire majoritaire sont souvent différents de ceux des autres actionnaires. Cependant, les personnes interviewées reconnaissent l'importance de ne pas oublier les désirs des actionnaires minoritaires, une entreprise cotée ayant beaucoup à perdre à ne s'intéresser qu'à l'actionnaire majoritaire (3 répondants, 6 unités).

- Influence de la présence de certains actionnaires

La présence d'actionnaires comme le fondateur ou les salariés va aussi pousser les dirigeants à appliquer des politiques spécifiques (5 répondants, 8 unités). Le fondateur aura plus tendance à privilégier la santé de l'entreprise au prix d'une distribution de dividende moins lissée. Les salariés, quant à eux, pourront se monter contre un programme de rachat afin de garder les liquidités dans l'entreprise.

- Part du flottant

7 répondants ont mentionné l'influence sur les politiques de distribution de la part du flottant (10 unités). Néanmoins, le sens de cette influence varie.

Un flottant important peut rendre les dirigeants moins sensibles aux désirs des actionnaires. Ils sont plus libres et donc tentés de moins distribuer. A l'opposé, un flottant important peut aussi rendre son pouvoir à l'assemblée générale qui risque de demander des dividendes. Dans une des 10 entreprises étudiées, la part importante de flottant avait redonné du pouvoir à l'assemblée générale des actionnaires qui avait ainsi pu contrer la proposition de dividende faite par les dirigeants.

- Préférences des actionnaires

Les répondants ont aussi commenté les préférences des actionnaires en général et la façon dont cela influence les distributions.

Par exemple, 7 répondants (20 unités) ont souligné le fait que les investisseurs et principalement les particuliers aiment les dividendes. De plus, selon 5 répondants, les investisseurs individuels ne comprennent pas et se méfient des rachats d'actions.

Cependant, 8 répondants ont précisé que les préférences des actionnaires minoritaires ou leur fiscalité n'étaient pas mises en avant ou regardées au moment des choix de politique de distribution. C'est plus l'influence globale du marché que les préférences individuelles qui sont prises en compte. Ainsi, fin 2004 les entreprises ont réfléchi à l'impact de la suppression de l'avoir fiscal, mais n'ont pas cherché à connaître la fiscalité précise de tous les actionnaires.

Seules les préférences des groupes d'influence peuvent jouer sur le choix de politique de distribution, comme par exemple les considérations patrimoniales de l'actionnaire majoritaire.

⇒ Ces résultats confortent nos hypothèses théoriques. Faute de mécanisme contraignant l'actionnaire majoritaire, ce dernier a tendance à adapter la politique de distribution à ses intérêts privés. De même, face à un actionnariat dispersé, les dirigeants ont tendance à

minimiser les distributions, peut-être afin d'augmenter leur latitude managériale et ainsi de mieux servir leurs propres intérêts.
Cette étude montre aussi les limites des considérations de clientèle fiscale. Seule la fiscalité de l'actionnaire principal peut avoir une influence sur les décisions de distribution. Encore une fois cela va dans le sens de nos hypothèses théoriques.

3.2.3. Influence de la direction de l'entreprise

L'identité des dirigeants, mais surtout leur conception de ce que doit être une politique de distribution, influencent fortement la forme des politiques de dividende et des programmes de rachat d'actions (51% des thèmes de la sous catégorie, 173 unités).

- Les caractéristiques du président de l'entreprise jouent sur la distribution (10 répondants, 36 unités). Les répondants ont cité comme facteur d'influence : sa personnalité (5 répondants, 15 unités), sa culture financière (6 répondants, 10 unités) et le fait qu'il cumule les fonctions de président et de directeur général ou d'actionnaire important (4 répondants, 6 unités).

- Conceptions des managers sur la façon de mener une politique de distribution

A travers nos entretiens, les personnes interviewées ont souvent discuté de leur conception de la distribution. Ils ont principalement évoqué la façon de gérer une politique de dividende et les relations entre dividende et rachat. Ces thèmes ont souvent été mentionnés (137 unités) et influencent de façon indéniable les politiques de distribution. Les répondants s'accordent sur le lissage du dividende, mais se divisent sur le rôle du rachat.

Lissage du dividende

Nos répondants s'accordent sur la nécessaire stabilité du dividende ordinaire (10 répondants et 36 unités). Il doit être stable et si possible en légère augmentation. Les managers évitent au maximum de le baisser ou de le couper. Ils ne l'augmenteront pas s'il doit être baissé l'année suivante. Ces résultats sont en accord avec la littérature scientifique et en particulier avec l'article de Lintner (1956).

Positionnement rachat / dividende

Notre étude permet d'appréhender la réalité du rachat en tant que moyen de distribution de liquidités aux actionnaires, en France.
Dans la majorité des entreprises que nous avons étudiées, le rachat n'est pas considéré comme un moyen de distribution (40% des unités qui abordent le positionnement rachat – dividende, soit 19

unités). Il est uniquement utilisé pour contrer l'effet de dilution de certains outils comme les stock-options ou pour réguler le cours. Les répondants comprennent que le rachat est un moyen de distribution, mais ne veulent pas l'utiliser en tant que tel.

Dans les autres entreprises, la politique de distribution comporte deux parties (43% des unités de la catégorie, soit 20 unités):
- un dividende ordinaire lissé et stable ;
- puis du rachat d'actions ou un dividende exceptionnel qui permet de distribuer les excédents de liquidités. Cette distribution est plus ponctuelle et se caractérise par son instabilité.

Cette vision des politiques de distribution apporte un soutien à l'hypothèse de Guay et Harford (2000) et Jagannathan et al. (2000) selon laquelle le choix de l'instrument de distribution dépend de la permanence des revenus de la firme.

⇒ Ces différents résultats confirment les descriptions issues de la littérature sur la façon dont sont menées les politiques de distribution. Le dividende est lissé et le rachat est un outil de distribution ponctuelle.
Cependant, il apparaît qu'en France, beaucoup de managers ne considèrent pas encore le rachat comme un moyen de distribution. Nous pensons que cela peut être lié à l'autorisation récente des programmes de rachat. Ce mode de distribution n'est pas encore rentré dans les habitudes managériales. De nouveau, cela souligne l'importance de se concentrer lors de notre étude quantitative sur les rachats correspondant à des distributions de liquidités, afin de ne pas fausser nos résultats[114].

3.3. INFLUENCE DES ELEMENTS EXTERNES A L'ENTREPRISE

Nos résultats montrent que la décision de distribution est influencée par des éléments externes à l'entreprise. Ces thèmes représentent 22% de la catégorie facteurs explicatifs (183 unités). Ils concernent principalement l'influence des marchés financiers (65% des unités de la catégorie « Influence externe », 119 unités), des concurrents (14%, 26 unités) et de la réglementation (9%, 16 unités).

[114] Pour cela, il est par exemple possible de se focaliser sur les rachats nets et donc de ne pas prendre en compte tout ce qui est couverture des plans de stock-options, de l'investissement ou gestion du cours de bourse. Il est aussi possible de ne s'intéresser qu'aux rachats ayant donné lieu à une annulation.

Influence des marchés financiers

L'influence des marchés financiers se matérialise principalement à travers l'opinion des analystes et des gérants (79% des unités de la catégorie « acteurs de marché influençant les distributions », soient 23 unités). La presse et les marchés étrangers, principalement anglo-saxons, influencent aussi certaines entreprises dans leurs décisions.

Ces acteurs créent une sorte d' « opinion de marché » à laquelle les managers sont attentifs. Ils émettent des jugements sur les politiques de l'entreprise, et surtout ils énoncent des règles que les managers se sentent obligés de suivre. Plusieurs règles influencent ainsi les politiques de distribution :

- *Culture du dividende sur les marchés :*

Selon nos répondants, il existe une vraie culture du dividende sur les marchés. Il est bon de distribuer des dividendes et les entreprises doivent le faire (7 répondants, 21 unités).

En fin d'entretien, j'ai demandé à certains interviewés s'ils concevaient une substitution du dividende par le rachat. Les verbatim suivants montrent que les « mentalités » n'en sont pas là :

Répondant n°7 : « Alors ce qui m'étonne, c'est que vraiment c'est pas du tout arrivé, ou alors je suis complètement à côté de la plaque, ou la société pour laquelle je travaille est complètement à côté de la plaque, mais cette problématique politique de distribution de dividendes, rachat d'actions n'est pas du tout arrivée jusqu'à chez nous. »

Répondant n°8 : « Personne ne comprendrait qu'on décide par exemple de dire : on verse plus de dividendes, on fait du rachat d'actions. Je n'ai pas vu une société aujourd'hui dire : plutôt que de verser un dividende, je vais faire des rachats d'actions. »

- *Mode du rachat :*

3 répondants sur 12 (16 unités) ont présenté le rachat comme une mode que les marchés imposent de suivre. La plupart des répondants considèrent d'ailleurs que le programme de rachat doit être voté systématiquement, même s'il n'est pas prévu qu'il soit mis en œuvre. Ne pas avoir de programme de rachat d'actions peut nuire à l'image boursière d'une entreprise cotée. Les verbatim suivant illustrent ces propos.

Répondant n°5 : « Il y a un petit effet de mode dans le rachat d'actions et il y a un moment où le rachat d'actions c'était quelque chose qui était très bien vu, c'était très à la mode, tous les groupes en pointe pratiquaient ça. Alors, on a réfléchi à la question, et on s'est dit pourquoi pas nous après tout. »

Répondant n°2 : « D'où, un peu la mode du ... du rachat d'actions, […] c'est devenu quelque chose qu'il fallait absolument faire et nous n'y avons pas manqué.»

- *Valeur de rendement, valeur de croissance :*

Le marché distingue les « valeurs de croissance » des « valeurs de rendement ». Les premières sont des entreprises ayant un fort potentiel de croissance et pour lesquelles la distribution est accessoire. Au contraire, pour les «valeurs de rendement », la politique de dividende est déterminante pour les investisseurs. Cette distinction influence les dirigeants au moment de leur décision de distribution (7 répondants, 28 unités). Une valeur de rendement étudiera très attentivement sa politique de distribution.

Les verbatim suivants illustrent cette distinction :

Répondant n°5 : « Imaginons qu'on décide pour des raisons qui nous sont propres de supprimer pendant 5 ans le dividende, il y a tout un tas d'actionnaires qui vont foutre le camp, parce qu'eux sont là pour du rendement et pas pour une croissance de l'action. »

Répondant n°4 : « Ou bien on se dit qu'on est pas une valeur de croissance et qu'on est une valeur de rendement, auquel cas on prend une politique de dividende assez généreuse avec des yields de 4; 5; 5,5; 6%, et donc un assez fort, large pay out du résultat net distribuable. »

<u>Influence des concurrents</u>

Selon 6 de nos répondants, les politiques de distribution menées par leurs concurrents servent de modèle à leur propre politique (26 unités). Ils essaient de s'en distinguer au minimum :

Répondant n°8 : « On regarde ce que font nos camarades, […], on se regarde entre nous et on vérifie qu'on n'est pas en train de se décorréler parfaitement de ce que le marché est en train de faire. »

Répondant n° 9 : « Puis on regarde aussi, évidemment ce que font nos grands comparables, pour éviter, s'il y a des trop grands décrochages avec eux, d'avoir des arbitrages défavorables. »

<u>Influence de la réglementation</u>

L'influence de la réglementation a été soulignée par 7 de nos répondants (16 unités).

Par exemple, les règles édictées par l'AMF en matière de rachat imposent un comportement aux entreprises et les empêchent parfois de mener les politiques qu'elles souhaiteraient.

De même, certains secteurs ont des réglementations comptables les obligeant à une certaine structure de bilan. Par exemple, les banques déterminent leur distribution en fonction du niveau des fonds propres imposé par le ratio Cooke.

⇒ Ces résultats soulignent principalement l'influence des marchés sur le comportement des entreprises. Ils montrent que les marchés financiers peuvent avoir un rôle de gouvernance et pousser les entreprises à faible croissance à distribuer, favorisant ainsi la surveillance des managers.

3.4. FACTEURS EXPLICATIFS DU CHOIX ENTRE DIVIDENDE ET RACHAT

Comme nous l'avons vu plus haut dans ce chapitre, certains répondants assimilent le rachat à une distribution de liquidités. L'étude de ces entretiens a permis de mettre en avant certains facteurs explicatifs du choix fait entre rachat, dividende ordinaire et exceptionnel.

Le principal déterminant du choix de l'instrument de distribution est la différence de forme entre rachat et dividende (8 répondants, 61% des unités de la catégorie « Facteurs expliquant le choix entre dividende et rachat », soit 20 unités). Selon l'outil choisi, le cash est reçu différemment par l'actionnaire.

Certains répondants ont l'impression que le rachat ne permet pas une distribution à tous les actionnaires, voire qu'il récompense uniquement les actionnaires qui s'en vont. Ces managers privilégient alors le dividende. Au contraire, d'autres pensent que le rachat laisse à l'actionnaire la liberté de choisir s'il veut ou non des liquidités, et choisissent alors ce moyen pour distribuer.

Ces quelques verbatim illustrent ce résultat :

Répondant n°5 : « Il *(le rachat)* ne fournit pas les actionnaires en cash de la même façon. »

Répondant n°3 : « Après il y a un aspect technique de se demander ce qui est le plus intéressant pour l'actionnaire qui reste, qu'il y ait du dividende ou qu'il y ait du rachat »

Répondant n°10 : « les rachats d'actions, on considère que l'actionnaire est […] plus maître que nous pour décider ce qu'il veut faire de son argent. »

La souplesse d'utilisation du rachat ou du dividende exceptionnel explique qu'ils soient parfois favorisés par rapport au dividende ordinaire (4 répondants, 21% des unités de la catégorie, soit 7 unités). Ils permettent en effet de distribuer des gros montants, sans être obligé de continuer l'année d'après.

Répondant n°9 : « c'est vrai que le problème du dividende, c'est que les gens attendent une certaine régularité, donc si vous en faites 4 milliards une année, vous pouvez pas expliquer aux gens que l'année d'après c'est un milliard, alors qu'avec un rachat d'actions vous pouvez facilement le faire. »

Répondant n°10 : « Autre avantage du rachat d'actions, c'est qu'on peut arrêter du jour au lendemain. »

Il est intéressant de noter que seul un répondant (3 unités) a évoqué la différence de fiscalité pour justifier l'utilisation du rachat par rapport au dividende. De nouveau, cela souligne les limites du pouvoir explicatif des théories fiscales et confirment les résultats des enquêtes américaines auprès de managers (Baker et al. (2003), Brav et al. (2005))

⇒ Ce dernier paragraphe a souligné l'importance de la différence de forme entre dividende et rachat. Le fait que le rachat fournisse les actionnaires en liquidités de façon différente semble essentiel pour nos répondants et a été peu exploité par les recherches antérieures.

Notre étude a aussi conforté l'influence de la flexibilité du rachat déjà mise en avant par la littérature. Les hypothèses de Guay et Harford (2000) ou de Jagannathan et al. (2000) devraient ainsi trouver un bon soutien empirique en France.

CONCLUSION DU CHAPITRE 4

Cette étude qualitative apporte plusieurs résultats intéressants à notre thèse, sans pour autant prétendre à une généralisation. Elle permet une compréhension plus qualitative et moins macro de certaines dimensions ou variables. Elle offre un regard différent sur les politiques de distribution et devrait ainsi compléter utilement notre étude quantitative. Nous reprenons, en conclusion, les principaux apports de cette étude.

* Tout d'abord, nous avons pu préciser le processus de décision au sein de l'entreprise. Il est apparu que le premier décideur des politiques de distribution était le conseil d'administration et que le président et les directeurs prenaient activement part à la décision. Ces résultats ont conforté notre souhait d'étudier plus en profondeur l'influence du conseil et l'effet du respect des pratiques de bonne gouvernance sur les décisions de distribution.

* Cette étude nous a ensuite permis de dresser un tableau des différentes pratiques de distribution en France. Elle a souligné de façon qualitative l'importance de certaines variables et mis en avant de nouveaux éléments d'influence.
Elle a ainsi éclairé les pratiques françaises de rachat. L'effet relutif du rachat et sa flexibilité motivent son utilisation. Nos résultats sont cohérents avec l'hypothèse d'influence de la permanence des revenus sur le choix de l'instrument, même s'ils mettent en doute l'importance du rôle de distribution du rachat. Seuls certains acteurs considèrent pour l'instant le rachat comme un moyen de distribution. Nous pensons que cette différence par rapport au marché anglo-saxon peut résulter d'une autorisation récente de ce mode de distribution en France. Ce résultat devra être pris en compte lors de la réalisation de notre étude quantitative et lors de l'interprétation des résultats.
Cette étude a aussi pu mettre en avant de nouvelles variables peu traitées par la littérature comme l'influence de la personnalité des dirigeants ou de la culture de l'entreprise. Elle a confirmé que les pratiques françaises de distribution étaient marquées par la nécessaire stabilité du dividende et a de nouveau mis en doute le pouvoir explicatif des théories du signal et de la clientèle fiscale.
Dans l'ensemble, les résultats de cette étude sont cohérents avec les variables d'agence et de gouvernance que nous avons mis en avant suite à notre revue de littérature, et que nous nous proposons de tester sur le marché français. Nos résultats montrent que les décisions de distribution intègrent le risque de FCF (via la prise en compte des opportunités d'investissement et des liquidités), le risque de conflit d'agence et la structure de l'actionnariat. Les actionnaires

importants (du fait de leur détention ou de leur identité) influencent fortement les distributions. Nous montrons aussi que plusieurs éléments de gouvernance peuvent jouer sur les décisions de distribution : l'endettement, la dissociation des fonctions de président et de directeur général ou l'influence des marchés financiers. Les marchés ont une influence forte sur les politiques de distribution des entreprises, mais cet effet ne semble pas venir du marché des prises de contrôle, mais plutôt des investisseurs en général.

* D'un point de vue méthodologique, cette étude qualitative nous a montré les difficultés de la mesure de l'activité de rachat. Tout d'abord, il est nécessaire de s'intéresser aux rachats effectués et non aux autorisations votées par l'assemblée générale. De plus, pour apprécier l'ampleur des rachats réalisés dans un but de distribution de liquidités, il est nécessaire d'écarter les rachats réalisés pour couvrir les plans de stock-options.
Les données françaises, du fait de leur degré de précision, permettent des tests d'hypothèses difficilement réalisables aux Etats –Unis[115]. En effet, elles donnent le détail de l'utilisation des actions rachetées : cession, transfert, conservation ou annulation. Il nous sera donc possible de déterminer précisément la partie des rachats pouvant correspondre à une distribution.

Cette analyse qualitative a tracé un premier dessin des politiques de distribution en France. Il est maintenant nécessaire de passer à une étude à plus grande échelle et de tester quantitativement les hypothèses que nous avons déduites de la revue de littérature.

[115] Aux Etats-Unis, les entreprises ne sont pas tenues de publier les opérations faites sur leurs propres actions. Les études s'appuient donc principalement sur les intentions affichées dans les programmes de rachat et sur les variations du nombre d'actions constituant le capital.

CHAPITRE 5 – METHODOLOGIE DES ETUDES QUANTITATIVES

Le Chapitre 5 présente la méthodologie des deux études empiriques quantitatives testant les hypothèses issues de la Partie 1 de cette thèse[116]. Ces études poursuivent les objectifs suivants :

- Décrire les politiques de distribution. L'étude qualitative présentée au chapitre précédent a entamé cette description et nous la complétons ici, à plus grande échelle, par quelques données chiffrées.
- Analyser l'influence des conflits d'agence et des mécanismes de gouvernance sur les politiques de distribution. Pour cela, nous testons les hypothèses de notre premier modèle de recherche, qui prédisent une influence significative des variables d'agence, de gouvernance et d'actionnariat sur les montants de liquidités distribués aux actionnaires.
- Comprendre le choix de l'instrument de distribution. Pour cela, nous testons les hypothèses de notre second modèle de recherche et analysons l'influence de la fiscalité des actionnaires influents, de la permanence du cash et des stock-options sur la décision d'utiliser le rachat ou le dividende.

Ce chapitre décrit la méthodologie employée pour répondre à ces objectifs. Il présente, dans un premier temps, l'échantillon de l'étude et le mode de collecte des données (Section 1). Il décrit ensuite les mesures choisies pour les variables théoriques (Section 2). Enfin, il expose le plan d'analyse de données et décrit les méthodes d'analyses utilisées (Section 3).

SECTION 1 – CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES

Nous avons décidé de tester les hypothèses issues de notre revue de littérature sur le terrain français. Ce choix résulte de plusieurs considérations :

- La France est un terrain intéressant pour étudier l'influence des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires du fait de la concentration de l'actionnariat de ses entreprises. Elle constitue une alternative au cadre anglo-saxon classiquement étudié et devrait permettre

[116] Plusieurs tableaux récapitulent les informations clés de ce chapitre : pages 284 et 287, deux tableaux présentent les mesure des variables de nos deux modèles de recherche. Page 273, un tableau présente le plan d'analyse de données selon les objectifs de la recherche.

d'éclairer la compréhension des politiques de distribution dans les pays à l'actionnariat concentré, comme c'est majoritairement le cas en Europe continentale.

- Les données françaises concernant les rachats d'actions sont très précises en comparaison de celles existant aux Etats-Unis. Les entreprises sont en effet tenues de communiquer à l'Autorité des Marchés Financiers toutes les opérations faites sur leurs titres. Cela nous permet d'avoir des données d'une rare précision et de pouvoir cibler les rachats correspondant à une distribution.
- Enfin, il est intéressant d'étudier l'évolution des rachats d'actions en France depuis leur récente autorisation, en 1998. Les études existantes sont peu nombreuses et n'ont pu s'appuyer que sur des périodes courtes. Le recul que nous avons désormais, va nous permettre de compléter ces recherches.

Le choix du terrain français nous empêche de tester deux des hypothèses de notre premier modèle théorique, tout en ne les remettant pas en cause. Il est en effet impossible d'appréhender l'influence de la législation en ne s'intéressant qu'à un seul pays (Hypothèse 8-A). De plus, la littérature a montré l'influence très négligeable du marché des prises de contrôle dans les pays où l'actionnariat est concentré (Hypothèse 8-B). Nous ne testons donc pas les hypothèses relatives à l'influence de ces deux modes de gouvernance sur les politiques de distribution.

Cette section présente plus précisément l'échantillon choisi pour nos études (1.) et décrit les sources d'informations utilisées pour la collecte des données (2.).

1. CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON

Pour constituer notre échantillon d'étude, nous avons sélectionné les entreprises appartenant au SBF 250[117] à la date du 06 avril 2006. Pour ces entreprises, nous avons collecté des données comptables, ainsi que des données concernant la distribution, l'actionnariat et la gouvernance sur 6 ans, soit de 2000 à 2005.

Certaines entreprises ont été retirées de l'échantillon faute de pouvoir obtenir les données d'actionnariat ou de gouvernance les concernant.

[117] Nous avons choisi de sélectionner nos entreprises à partir d'un indice afin de faciliter les comparaisons futures de résultats entre différentes études. Cependant, l'indice SBF 120, souvent utilisé dans les études françaises, nous semble trop peu diversifié en terme de taille et nous avons donc préféré le SBF 250.

Le test du premier modèle est fait sur l'ensemble des entreprises pour lesquelles nous avons pu collecter l'information souhaitée[118]. Le Tableau 20 présente ce premier échantillon.

Tableau 20 : Présentation de l'échantillon utilisé pour le test du premier modèle

ECHANTILLON N°1	
Entreprises appartenant au SBF 250 au 06 avril 2006	249
- Entreprises dont les données n'ont pas été trouvées	- 82
= Echantillon n°1	
Entreprises sur 2005	= 167 entreprises
Entreprises sur 2004	= 166 entreprises
Entreprises sur 2003	= 160 entreprises
Entreprises sur 2002	= 160 entreprises
Entreprises sur 2001	= 155 entreprises
Entreprises sur 2000	= 142 entreprises
Nombre d'observations	**= 950 observations**
Nombre d'entreprises	**= 167 entreprises**

Pour tester notre second modèle, qui cherche à expliquer le choix de l'instrument de distribution, nous nous sommes concentrés uniquement sur les entreprises qui distribuent. Pour cela, nous avons exclu de notre premier échantillon les entreprises ne distribuant pas. Le Tableau 21 résume cette information.

Tableau 21 : Présentation de l'échantillon utilisé pour le test du second modèle

ECHANTILLON N°2	
Echantillon n°1 : Nombre d'observations « entreprise – année »	= 950 observations
- Observations d'entreprises ne distribuant pas sur l'année	- 161 observations
= Echantillon n°2	
Entreprises sur 2005	= 146 entreprises
Entreprises sur 2004	= 137 entreprises
Entreprises sur 2003	= 126 entreprises
Entreprises sur 2002	= 130 entreprises
Entreprises sur 2001	= 128 entreprises
Entreprises sur 2000	= 122 entreprises
Nombre d'observations	**= 789 observations**
Nombre d'entreprises	**= 146 entreprises**

[118] Nous avons conservé les entreprises financières dans notre échantillon, même si la majorité des études les excluent. En effet, la littérature ne met pas en avant de différence justifiant cette exclusion. De plus, notre étude qualitative tend à montrer une similitude de comportement entre entreprises industrielles et financières. Enfin, le traitement des données en panel permet de contrôler l'hétérogénéité des comportements.

2. COLLECTE DES DONNEES

Pour chacune des entreprises de notre échantillon, nous avons collecté les informations suivantes :

- Données concernant les politiques de distribution

Les informations concernant les dividendes versés au titre de chaque année sont extraites de la base de données Datastream – Worldscope.

Les données concernant le rachat d'actions sont issues des « notes d'informations relatives aux programmes de rachat d'actions », ainsi que des « déclarations faites par les entreprises des achats et cessions de leurs propres actions »[119]. Ces documents sont publiés sur le site internet de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)[120].

- Données concernant l'actionnariat et la gouvernance

Les informations concernant l'actionnariat ou la gouvernance ont été récoltées à partir des rapports annuels des entreprises[119].

- Données comptables

Les données comptables sont issues de la base de données Datastream – Worldscope et correspondent à des données consolidées.

La section suivante présente la façon dont nous mesurons les variables de nos modèles.

SECTION 2 – MESURE DES VARIABLES

L'objectif de cette section est de justifier les mesures choisies pour les variables de nos deux modèles.

Nous présentons une variable par paragraphe et proposons ***deux tableaux récapitulatifs en fin de chapitre, pages 284 et 287.***

[119] Nous préciserons la méthodologie de collecte de ces données lorsque nous présenterons la mesure des variables concernées.

[120] www.amf-france.org

1. VARIABLES EXPLIQUEES

1.1. PREMIER MODELE – CHOIX DU MONTANT DE LA DISTRIBUTION

Le montant de la distribution est traditionnellement mesuré par deux variables :

- ***Le taux de distribution***, qui est le rapport de la distribution sur les revenus de l'entreprise (Rozeff (1982), Noronha et al. (1996)…). Ce taux rend compte de l'arbitrage fait par les managers entre distribution et autofinancement, mais son interprétation est délicate pour les entreprises qui distribuent malgré un résultat faible ou une perte. C'est le cas pour 14% des observations de notre échantillon : 6% des entreprises ont un taux de distribution négatif, et 8% ont un taux supérieur à 100% avec un maximum à 3400%.
- ***Le taux de rendement***, qui est le rapport du dividende par action sur le cours de l'action ou le montant de la distribution sur la capitalisation boursière de l'entreprise (Fenn et Liang (2001), Hu et Kumar (2004)…). Ce taux rend compte du point de vue des actionnaires et de leur retour sur investissement. Cependant, son évaluation peut varier fortement selon le cours de l'action choisi (moyen, fin d'année…).

⇒ La difficulté d'interprétation du taux de distribution pour une proportion non négligeable de notre échantillon est une limite importante de cette mesure. **Nous choisissons donc de mesurer le montant de la distribution par le taux de rendement.**

Nous estimons le taux de rendement par le rapport entre le montant de la distribution et la capitalisation boursière de l'entreprise (donnée Worldscope – Datastream).

Le montant de la distribution correspond à la somme des dividendes versés au titre de l'année et des rachats effectués dans l'année. La façon dont nous mesurons le montant des rachats et des dividendes est précisée ci-dessous.

Mesure des liquidités distribuées via dividende

Le dividende versé au titre de l'année N est calculé comme le dividende par action multiplié par le nombre d'actions ayant droit au dividende[121]. Ces deux données sont issues de la base de données Worldscope - Datastream.

[121] Le dividende versé au titre de l'année N est payé au cours de l'année N+1.

Mesure des liquidités distribuées via rachat :

Les entreprises françaises cotées en bourses sont tenues de déclarer à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) les transactions qu'elles ont effectuées sur leur titre et ceci dans un délai d'un mois. L'AMF publie cette information sous forme de fiches sur son site internet[122]. Les fiches recensent pour chaque firme le type d'opérations effectuées (achat de titres, cession, transfert ou annulation), le nombre d'actions concernées et le mois de l'opération. Nous avons ainsi pu collecter l'intégralité des rachats effectués par les entreprises du SBF250.

Pour estimer la valeur des rachats annuels, nous avons ensuite multiplié les rachats mensuels par le cours moyen mensuel de chaque titre, obtenu grâce aux cours journaliers de clôture issus de Datastream. La somme des rachats mensuels a ensuite permis d'obtenir le montant annuel des rachats d'actions.

Afin d'isoler les rachats d'actions résultant d'une décision de distribution, nous avons éliminé tous les rachats effectués dans le but de fournir des plans de stock-options, de réguler le cours ou d'investir. Pour cela nous avons calculé deux grandeurs :

- *Les rachats nets* = nombre d'actions rachetées minoré des actions cédées et des actions transférées.

Cette mesure du rachat estime le nombre d'actions qui sont annulées ou conservées au sein de l'entreprise et qui ne correspondent ni à une couverture de plans de stock-options, ni à un investissement, ni à une régulation de cours. Dans le cas d'un rachat net négatif, nous avons considéré que les rachats de l'entreprise n'étaient pas effectués dans le but d'une distribution aux actionnaires. Le rachat net a alors été considéré comme nul.

La mesure du rachat net présente une limite. Les actions conservées peuvent l'être dans l'attente d'une annulation, mais aussi dans l'attente d'une autre opération ne correspondant pas à une distribution.

- *Les rachats d'actions donnant lieu à une annulation* = nombre d'actions annulées par la firme dans l'année.

Cette mesure du rachat permet de se conformer au plus près à la définition de la distribution de liquidités, que nous avons précisée dans le Chapitre 1. La limite de cette mesure est de ne pas prendre en compte les rachats effectués dans le but de distribuer, mais n'ayant pas encore donné lieu à une annulation.

⇒ Les montants de rachats nets fournissent une estimation large du niveau des distributions effectuées par rachat. Au contraire, les annulations fournissent une estimation étroite.

[122] www.amf-france.org

L'observation de nos données, nous montre que seul un très faible nombre d'entreprises du SBF 250 annule leurs actions (6,42% des entreprises du SBF 250 en moyenne sur 2000 – 2005 annulent leurs actions, contre 35% de rachats nets positifs)[123]. Ainsi, il nous semble trop restrictif de ne considérer que les annulations et **nous choisissons de mesurer l'activité de rachat par le rachat net**. Cependant, nous vérifierons la validité de nos conclusions en comparant les résultats obtenus à partir des deux mesures du rachat.

Nous retenons comme mesure du montant de la distribution :
- **TXRDT** = (Rachat net + Dividende) / Capitalisation

1.2. SECOND MODELE - CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Deux méthodes sont classiquement utilisées dans la littérature pour estimer le choix de l'instrument de distribution :
- Une variable métrique mesurant la part du dividende ou du rachat dans la distribution totale (Fenn et Liang (2001), Blouin et Nondorf (2004)).
- Une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise utilise du rachat et 0 si elle utilise exclusivement le dividende (De Jong et al. (2003), Moser (à paraître)).

Etant donné qu'une proportion importante d'entreprises utilise uniquement le dividende pour distribuer, il nous semble plus pertinent de retenir la seconde mesure pour notre second modèle.
De plus, nous essayerons d'éclairer à la fois le choix de faire du rachat net positif et le choix d'annuler les actions.

Nous retenons deux mesures du choix de l'instrument de distribution :
- **RACHATNET**= 1, si l'entreprise a un montant de rachat net > 0
- **RACHANNUL** = 1, si l'entreprise annule des actions

[123] Ces données seront décrites en détail au Chapitre 7 – Section 1 – 1.

2. VARIABLES EXPLICATIVES DU PREMIER MODELE – CHOIX DU MONTANT DE LA DISTRIBUTION

2.1. DETERMINANTS DE L'INTENSITE DES CONFLITS D'AGENCE

Nous avons mis en avant trois séries de variables qui déterminent l'intensité des conflits d'agence et qui devraient influencer les politiques de distribution. Nous détaillons maintenant les mesures de ces variables.

2.1.1. Concentration du capital

La dispersion (ou la concentration) de l'actionnariat et du contrôle influence l'intensité des conflits d'agence. Plusieurs mesures sont utilisées dans la littérature :

- Le nombre d'actionnaires de la firme : Cette mesure est fréquemment utilisée dans les recherches nord américaines pour apprécier la dispersion de l'actionnariat (Rozeff (1982), Dempsey et Laber (1992), Moh'd et al. (1995), Noronha et al. (1996)). En France, il n'existe pas de mesure précise de cette variable. Nous la laissons donc de côté.

- L'indice d'Herfindahl : C'est un indice de concentration souvent utilisé en économie. Il permet de calculer la concentration de l'actionnariat ou du contrôle. Il se calcule alors comme la somme des carrés des pourcentages de capital (ou des droits de vote) détenus par les actionnaires connus (Dereeper et Romon (2006)). Ne possédant que l'actionnariat des trois premiers actionnaires, nous n'utilisons pas cette mesure.

- Le pourcentage d'actionnariat ou de contrôle des trois premiers actionnaires (Maury et Pajuste (2002), Montandrau (2004)) : cette mesure permet d'estimer la concentration de l'actionnariat.

- Le flottant : Il permet d'estimer la diffusion du capital de l'entreprise. Il représente la part du capital (ou de droit de vote) détenu par des actionnaires non identifiés. Afin d'apprécier la concentration du capital, nous retenons comme mesure = (1 - % de flottant).

Nous retenons 4 mesures de la **concentration de l'actionnariat et du contrôle** :

- **CONCACT** = % d'actions détenues par les trois premiers actionnaires
- **CONCONT** = % de droits de vote détenus par les trois premiers actionnaires
- **FLOTACT** = 1 – % d'actions du flottant
- **FLOTCON** = 1 – % de droits de vote du flottant

Nous avons mesuré les pourcentages de droits de vote et de capital, ainsi que le flottant grâce aux rapports annuels des entreprises.

2.1.2. Pouvoir de l'actionnaire principal

Nous avons fait l'hypothèse que le pouvoir de l'actionnaire principal lui permet de dégager plus facilement des bénéfices privés. Cela augmente l'intensité des conflits d'agence et influence donc les politiques de distribution.
Plusieurs variables intensifient le pouvoir de l'actionnaire principal. Nous détaillons ci-dessous les mesures que nous retenons pour évaluer ce pouvoir.

- Rapport entre l'actionnariat du premier actionnaire et son pourcentage de droits de vote Cette variable est souvent utilisée comme indicateur du risque général d'expropriation (Faccio et al. (2001), Gugler et Yurtoglu (2003), Correia Da Silva et al. (2004)).

- Existence de droits de vote doubles dans les statuts de l'entreprise

L'autorisation du droit de vote double dans une entreprise l'éloigne du principe « une action = un droit de vote » et augmente le pouvoir de l'actionnaire principal.
Nous mesurons ce pouvoir par une variable muette (PVOIR1) égale à 1 si les statuts prévoient un droit de vote double.

- Prédominance du premier actionnaire sur les autres actionnaires

Pour estimer la prédominance du premier actionnaire, Dereeper et Romon (2006) calcule un rapport actionnarial qui est le rapport de l'actionnariat du premier actionnaire sur celui des autres actionnaires connus. Nous reprenons cette mesure en prenant en compte soit l'actionnariat, soit la détention de droits de vote. Pour estimer la part des autres actionnaires connus, nous utilisons la mesure du flottant.

- Est-ce que le Président ou le Directeur Général est un des trois premiers actionnaires ?

Lorsque le président ou le directeur général est un des premiers actionnaires, cela lui donne un pouvoir et une autonomie supplémentaire. L'intensité du conflit d'agence est alors plus forte.
Nous mesurons ce pouvoir par une variable muette (PVOIR2) égale à 1 si le président ou le directeur général est aussi un des trois premiers actionnaires.

- Est ce que l'actionnaire principal est aussi le fondateur ?

Lorsque l'actionnaire principal est aussi le fondateur de l'entreprise, il a davantage de pouvoir dans l'entreprise (Morck et al. (1989)). L'intensité du conflit d'agence est alors plus forte.
Nous mesurons ce pouvoir par une variable muette (PVOIR3) égale à 1 si l'actionnaire principal est un des fondateurs de l'entreprise.

Nous retenons 6 mesures du pouvoir de l'actionnaire principal :
- **RAPPOC** = (% d'actions du 1er actionnaire / % de droits de vote du 1er actionnaire)
- **PVOIRACT** = % d'actions du 1er actionnaire / (1 - % d'actions du flottant - % d'actions du 1er actionnaire)
- **PVOIRCONT** = % de droits de vote du 1er actionnaire / (1 - % de droits de vote du flottant - % de droits de vote du 1er actionnaire)
- **PVOIR1** : Variable muette = 1 si la firme a des droits de vote double.
- **PVOIR2** : Variable muette = 1 si le président ou le directeur général est un des trois premiers actionnaires
- **PVOIR3** : Variable muette = 1 si le 1er actionnaire est un des fondateurs de l'entreprise

Les informations concernant l'actionnariat ou les statuts ont été trouvées dans les rapports annuels des entreprises. L'identité des fondateurs a aussi été tirée des rapports annuels des entreprises ou du site internet des firmes.

2.1.3. Risque de FCF

Jensen (1986) définit le Free Cash Flow comme les liquidités disponibles après avoir financé tous les investissements rentables de l'entreprise. Afin d'apprécier le risque de FCF de l'entreprise, il est donc nécessaire d'estimer les ressources de l'entreprise et les opportunités d'investissements rentables. La difficulté d'évaluation du FCF tient à cette seconde variable. Les opportunités d'investissement ne sont pas directement observables, et il est difficile de dissocier l'investissement discrétionnaire des dirigeants, de l'investissement optimal.
Nous discutons ci-dessous des différentes mesures proposées par la littérature et précisons celles que nous choisissons.

2.1.3.1. Mesure des opportunités d'investissements rentables

Plusieurs indicateurs des opportunités d'investissement ont été suggérés dans la littérature :

- Le taux de croissance du chiffre d'affaires

Cette mesure découle de l'hypothèse selon laquelle de nouveaux investissements sont entrepris lorsque l'activité de l'entreprise augmente (Calvi-Reveyron (1998)). Cependant, comme le note Poulain-Rehm (2005), le chiffre d'affaires d'une firme peut augmenter sans que celle-ci ait fait de nouveaux investissements, notamment lorsqu'elle fonctionne en surcapacité.

- Dépenses d'investissement ou de recherche et développement

L'intensité de la recherche et développement d'une firme peut permettre d'évaluer ses opportunités d'investissement, si l'on fait l'hypothèse que la recherche crée des opportunités de croissance. Cette mesure est utilisée par Jensen et al. (1992) ou Poulain-Rehm (2005).

Certains auteurs apprécient le niveau des opportunités d'investissement d'une firme par les dépenses en capital et en recherche et développement faites dans le futur (Denis et al. (1994), Grullon et Michaely (2004), Yoon et Starks (1995)). Ainsi, les opportunités d'investissement de l'année N peuvent être appréciées par le montant des investissements fait en N+1.

La limite de ces mesures tient au fait qu'elles ne rendent pas compte de la rentabilité des investissements entrepris ou en projet. Elles ne permettent pas d'apprécier le niveau des opportunités d'investissement à valeur actuelle nette positive.

- Le Price Earning Ratio ou PER

La croissance du PER est aussi retenue par certains auteurs pour estimer la valeur des opportunités de croissance (Smith et Watts (1992), Calvi-Reveyron (1998)) [124]. Cette mesure des opportunités de croissance n'est valable que pour les entreprises dont le PER est positif et constitue donc une limite. De plus, comme toutes les approches d'évaluation boursière, cette mesure fait l'hypothèse que les marchés sont efficients et ne font pas d'erreur d'évaluation des entreprises.

Les trois mesures que nous venons de voir supposent que l'entreprise est en régime permanent puisqu'elles ne permettent pas d'appréhender les phénomènes de cycles. Il est donc conseillé de calculer ces mesures sur des périodes assez longues (Njiokou (1994)).

[124] Pour une démonstration du lien entre PER et opportunités de croissance, voir Njiokou (1994) et Calvi-Reveyron (1998)

- le Q de Tobin

Comme nous l'avons vu dans notre revue de littérature sur le test de la théorie de Jensen (1986), le Q de Tobin est la méthode la plus utilisée pour apprécier le niveau des opportunités d'investissement ou même directement le risque de FCF (Lang et Litzenberger (1989), Howe et al. (1992), Denis et al. (1994), Yoon et Starks (1995)…)

Le Q de Tobin permet d'estimer la profitabilité d'une firme ou ses opportunités d'investissement. Il se calcule comme le rapport entre la valeur de marché d'une firme et le coût de remplacement de ses actifs.

Principe

Le raisonnement qui justifie l'utilisation du Q de Tobin découle du principe financier suivant : la rétention des bénéfices d'une firme n'entraîne une augmentation du cours de son action que si les investissements réalisés avec ces bénéfices ont une rentabilité (r) supérieure à la rentabilité (R) exigée par les actionnaires. Le prix de l'action d'une firme offre une prime par rapport au coût de remplacement de ses actifs si $r > R$, et une décote dans le cas inverse.

Le Q de Tobin permet d'apprécier la façon dont les marchés financiers valorisent une firme par rapport au coût de remplacement de ses actifs.

Si le Q est inférieur à 1, cela signifie que l'entreprise est mieux valorisée morte que vivante et qu'il est plus rentable pour les actionnaires de liquider l'entreprise pour récupérer la valeur des actifs. Ainsi, une firme avec un $Q<1$ est considérée comme n'ayant aucun investissement rentable.

Si le Q est supérieur à 1, cela signifie que l'entreprise a des investissements qui sont plus rentables que la liquidation des actifs. Ainsi, une firme avec un $Q>1$ est considérée comme ayant des investissements rentables.

Il est important de distinguer le Q moyen du Q marginal. Le Q moyen représente la capacité de l'entreprise à dégager des profits. Il évalue la rentabilité de l'activité en cours, ainsi que celle des opportunités futures d'investissement. Le Q marginal permet, quant à lui, d'apprécier la rentabilité des nouveaux investissements.

Si les projets d'investissement de l'entreprise n'ont pas une rentabilité stable dans le temps, les deux valeurs peuvent différer.

Estimation du Q

Afin d'évaluer la rentabilité des opportunités d'investissement de l'entreprise, il faut estimer son Q marginal. Cependant, cette grandeur ne peut être observée. L'hypothèse est donc faite par les chercheurs que les opportunités de croissance d'une entreprise sont stables et que le Q moyen constitue une estimation acceptable du Q marginal.

Il faut alors estimer le Q moyen de l'entreprise, et donc sa valeur de marché et le coût de remplacement de ses actifs.

- La valeur de marché de l'entreprise correspond à la valeur de marché des capitaux propres et des dettes. La valeur des capitaux propres est mesurée par la capitalisation boursière. La valeur de marché des dettes est laborieuse à évaluer et peut être mesurée par la valeur comptable en raison de l'importante corrélation entre les deux valeurs (Perfect et Wiles (1994)).

Ainsi, *Valeur de marché de l'entreprise = Capitalisation + Valeur comptable des dettes financières*

- Le coût de remplacement des actifs est souvent approximé et mesuré par la valeur comptable de l'actif. Cette mesure présente des limites : étant donnée la méthode du coût historique utilisée en France, certains biens peuvent être sous-estimés du fait de l'inflation (par exemple, l'immobilier), et certains peuvent être surestimés du fait du progrès technologique (par exemple, les ordinateurs). Malgré cela, nous utilisons cette mesure.

Ainsi, C*oût de remplacement des actifs = Valeur comptable des actifs.*

Le Q de Tobin est la principale mesure de la rentabilité des opportunités d'investissement futures en théorie financière[125]. Il repose sur l'hypothèse de marchés efficients et d'une évaluation boursière juste de la valeur de l'entreprise. L'utilisation du Q présente de nombreuses limites liées aux approximations successives nécessaires pour estimer la valeur du Q marginal et du Q moyen. Selon les méthodes d'évaluation du coût de remplacement des actifs ou de la valeur de marché des dettes ou selon les données utilisées (données courantes ou moyenne sur plusieurs années), la mesure du Q varie (Perfect et al. (1995), Calvi-Reveyron (1998), Yoon et Starks (1995)).

Malgré ces limites, le Q de Tobin nous semble être la meilleure mesure de la rentabilité des opportunités d'investissement d'une firme et nous le retenons pour notre étude.

[125] Il serait intéressant d'utiliser les résultats issus de la littérature en Stratégie pour perfectionner la mesure des opportunités d'investissement.

Tel que suggéré par Perfect et al. (1995), nous utilisons plusieurs mesures du Q : à partir de données annuelles et à partir de moyennes sur trois ans (N, N-1, N-2). Les auteurs estiment que les données annuelles, parce que plus récentes, rendent mieux compte des anticipations du marché sur les opportunités futures d'investissement.

Nous estimons l'ampleur des opportunités d'investissements rentables de la façon suivante :
- **OPPINVT** = (Capitalisation + Valeur comptable des dettes) / (Valeur comptable des actifs), calculé à partir de données annuelles
- **OPPINVTMOY**= (Capitalisation + Valeur comptable des dettes) / (Valeur comptable des actifs), calculé à partir de moyennes sur trois ans
- **OPPINVT2** : Variable muette prenant la valeur de 1 si **OPPINVT** est inférieur à 1, signifiant que l'entreprise n'a pas d'opportunité d'investissement rentable
- **OPPINVT3** : Variable muette prenant la valeur de 1 si **OPPINVTMOY** est inférieur à 1, signifiant que l'entreprise n'a pas d'opportunité d'investissement rentable

Pour mesurer nos variables, nous utilisons les données de marché et les données comptables fournies par Datastream - Worldscope.

2.1.3.2. Mesure des ressources disponibles

Après avoir déterminé une mesure des opportunités d'investissement, nous nous intéressons maintenant à la mesure des ressources disponibles de la firme.
Dans sa définition du FCF, Jensen (1986) s'intéresse aux flux de liquidités, mais il note aussi que l'ampleur de la trésorerie de certaines entreprises illustre l'existence de FCF (Jensen (1989)). En effet, les managers peuvent aussi bien utiliser les réserves accumulées et stockée que les revenus actuels de l'entreprise pour exproprier les actionnaires. Lie (2000) souligne l'importance de considérer ces deux mesures de la liquidité - flux et stocks – pour estimer correctement le risque de FCF.

<u>- Cash-flows ou Flux de liquidités</u>

La mesure du cash-flow la plus utilisée dans les recherches est celle développée par Lehn et Poulsen (1989) et constitue une mesure du cash-flow non distribué. Elle se calcule de la façon suivante : Résultat d'exploitation avant amortissement – Intérêts – Taxes – Dividendes.
Cette mesure est reprise par Lang, Stulz et Walkling (1991) Howe et al. (1992), Denis et al. (1994), Lie (2000). Cependant, Lang et al. (1991) remarque que cette donnée est souvent utilisée

aux Etats-Unis du fait de sa collecte facile, mais qu'elle correspond davantage à une mesure de la performance qu'à une mesure de cash-flow.

Le cash-flow peut aussi être mesuré par le résultat d'exploitation ou opérationnel (Lang et al. (1991), Fenn et Liang (2001)) ou par le résultat net augmenté des amortissements (Lang et al. (1991)). Cette dernière mesure est comparable à celle utilisée en France par Calvi-Reveyron (1998), c'est-à-dire la Capacité d'autofinancement (CAF) augmenté des produits de cession d'éléments d'actifs. Cette mesure nous semble la plus pertinente et celle qui approche le mieux la valeur du flux de liquidités à la discrétion du manager.

Nous retenons deux mesures du cash-flow : le résultat net augmenté des amortissements et le résultat opérationnel. Ces données sont normalisées par un critère de taille afin de tenir compte du fait qu'un euro de trésorerie n'a pas la même valeur selon la taille de l'entreprise. Nous utilisons comme critère de taille la valeur comptable des actifs.

Ainsi, nos mesures du cash-flow sont les suivantes :
- **CASHFL1** = (Résultat net + DAP) / Valeur comptable des actifs
- **CASHFL2** = (Résultat opérationnel) / Valeur comptable des actifs

Lang et al. (1991) remarque que les mesures comptables du cash-flow sont potentiellement manipulables par les managers. Ils suggèrent donc de mesurer le cash-flow par des données moyennes sur 2 ou 3 ans. Nous mesurons donc CASHFL à partir de moyennes sur trois ans (N, N-1, N-2) issues de Worldscope – Datastream.

<u>- Stock de liquidités ou Trésorerie</u>

Nous mesurons le niveau de la trésorerie par le montant des liquidités et des valeurs mobilières de placement, conformément aux études de Calvi-Reveyron (1998) ou Lie (2000). Nous normalisons cette donnée par la valeur comptable des actifs.

Ainsi, notre mesure de la trésorerie disponible est la suivante :
- **CASHST** = (Disponibilités + VMP) / Valeur comptable des actifs

Nous mesurons cette variable à partir des données comptables issues de Worldscope – Datastream. Pour mieux apprécier le niveau réel de la trésorerie, nous utilisons des données moyennes sur 3 ans (N, N-1, N-2).

2.2. MECANISMES DE GOUVERNANCE

Nous avons fait l'hypothèse que la politique de distribution est un mécanisme de gouvernance et qu'à ce titre, son utilisation est influencée par la présence d'autres mécanismes de gouvernance. Nous détaillons maintenant les mesures que nous utilisons pour les variables d'actionnariat (2.2.1.), puis pour les autres mécanismes de gouvernance (2.2.2.).

2.2.1. Variables d'actionnariat

Nous avons collecté toutes les informations sur l'actionnariat et la détention de droits de vote dans les rapports annuels des entreprises. Nous avons systématiquement essayé d'identifier le détenteur final des actions et avons privilégié cette information quand nous l'avions.

- Actionnariat interne

Nous considérons l'actionnariat interne comme un mécanisme de gouvernance et non comme un indicateur de la séparation entre propriété et contrôle. L'actionnariat interne est une méthode d'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires. Il nous semble donc cohérent de prendre en compte uniquement l'actionnariat des principaux dirigeants et du président, et non celui des administrateurs. Nous mesurons donc l'actionnariat ou le contrôle des managers par les variables suivantes :

- **ACTDIR** = % d'actions détenues par les principaux dirigeants
- **CONTDIR** = % de droits de votes détenus par les principaux dirigeants

Premier actionnaire

Nous avons fait l'hypothèse que l'actionnariat ou le contrôle du premier actionnaire avait une influence non linéaire sur les politiques de distribution. Nous identifions le premier actionnaire comme étant celui qui possède le plus de droits de vote. Nous mesurons son actionnariat ou son contrôle par les variables suivantes :

- **ACT1** = % d'actions détenues par le premier actionnaire
- **CONT1** = % de droits de votes détenus par le premier actionnaire

Présence d'un actionnaire majoritaire

Nous avons fait l'hypothèse que la présence d'un actionnaire majoritaire avait une influence sur la politique de distribution. Il existe plusieurs niveaux permettant de considérer qu'un actionnaire est majoritaire. Calvi-Reveyron (1998) choisit le seuil de 33,3% qui correspond à la minorité de blocage nécessaire en assemblée générale. C'est cette mesure que nous retenons.

Nous utilisons une variable muette pour mesurer la présence d'un actionnaire majoritaire.

- **ACTMAJ1** : Variable muette = 1 si un actionnaire possède plus de 33,3% des actions
- **ACTMAJ2** : Variable muette = 1 si un actionnaire possède plus de 33,3% des droits de vote

Identité du premier actionnaire

Nous avons fait l'hypothèse que l'identité du premier actionnaire avait une influence sur la politique de distribution.

Nous mesurons l'identité de cet actionnaire par une série de variables muettes.

- **BANK1** : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une banque
- **FAM1** : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une famille
- **ETAT1** : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un état
- **ENT1** : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une entreprise
- **INST1** : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un investisseur institutionnel
- **SALA1** : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un groupement de salariés

Actionnaires de blocs

Nous avons fait l'hypothèse que l'actionnariat ou le contrôle du deuxième ou du troisième actionnaire pouvait avoir une influence sur la politique de distribution. Nous mesurons ces variables de la façon suivante :

- **ACTBLOC2** = % d'actions détenues par le second actionnaire
- **CONTBLOC2** = % de droits de votes détenus par le second actionnaire
- **ACTBLOC3** = % d'actions détenues par le troisième actionnaire
- **CONTBLOC3** = % de droits de votes détenus par le troisième actionnaire

Identité des actionnaires de blocs

Nous avons fait l'hypothèse que l'identité du deuxième ou du troisième actionnaire pouvait avoir une influence sur la politique de distribution. Nous mesurons l'identité de ces actionnaires par une série de variables muettes.

- **BANK23** : Variable muette = 1 si le second ou le troisième actionnaire est une banque
- **FAM23** : Variable muette = 1 si le second ou le troisième actionnaire est une famille
- **ETAT23** : Variable muette = 1 si le second ou le troisième actionnaire est un état
- **ENT23** : Variable muette = 1 si le second ou le troisième actionnaire est une entreprise
- **INST23** : Variable muette = 1 si le second ou le troisième actionnaire est un institutionnel
- **SALA23** : Variable muette = 1 si le second ou le $3^{ème}$ actionnaire est un groupement de salariés

2.2.2. Autres mécanismes de gouvernance

Au-delà de l'actionnariat qui peut être considéré comme un mécanisme de gouvernance, nous nous intéressons à plusieurs autres mécanismes : l'endettement de l'entreprise, les stock-options et le conseil d'administration ou de surveillance.

Nous laissons de côté deux mécanismes de gouvernance qui ont pourtant fait l'objet d'hypothèses théoriques :

- la législation, car son influence ne peut être testée sur un échantillon d'entreprises appartenant à un même pays ;
- le marché des prises de contrôle, car la littérature a montré la faiblesse de son influence dans les pays comme la France, où l'actionnariat est concentré.

2.2.2.1. Endettement

Nous souhaitons tester l'influence de la dette sur les politiques de distribution. Nous considérons ici la dette comme un instrument de gouvernance et nous intéressons donc uniquement à la dette financière. La dette à court terme permet une meilleure surveillance des dirigeants, cependant son montant est davantage sujet à variation. Nous considérons donc à la fois le montant des dettes financières totales et le montant des dettes à long terme. Nous rapportons ces valeurs à la valeur comptable des actifs. Ces mesures sont classiques dans la littérature (Jensen et al. (1992), Crutchley et al. (1999), Jagannathan et al. (2000), Gugler et Yurtoglu (2003)).

Nous proposons deux mesures de l'endettement :

- **DETTETOT** = Montant des dettes financières totales / Total actif
- **DETTELT** = Montant des dettes financières à long terme / Total actif

Ces données ont été collectées sur la base de données Datastream – Worldscope et correspondent à des données consolidées.

2.2.2.2. Conseil d'administration ou de surveillance

Nous avons précisé plusieurs caractéristiques du conseil qui déterminent l'efficacité de son contrôle. Nous précisons maintenant leurs mesures. Toutes les informations concernant le conseil ont été tirées des rapports annuels des entreprises et nous avons utilisé comme normes de référence les recommandations faites par l'AFG-ASFFI sur le gouvernement d'entreprise et la forme du conseil[126].

[126] Ces recommandations peuvent être consultées sur le site internet de l'AFG :

Qualité globale du conseil

Avant de s'intéresser aux mesures de chacune des caractéristiques du conseil, nous proposons une évaluation de la qualité globale du conseil. Pour cela, nous nous appuyons sur les normes édictées par l'AFG-ASFFI et recensons le nombre de recommandations de l'AFG que le conseil de l'entreprise a mises en œuvre.

L'AFG recommande l'absence de droits de vote double, l'existence d'au moins trois comités spécialisés, l'indépendance d'un tiers des administrateurs, un conseil comportant moins de 16 membres et la séparation des fonctions de président et de directeur général.

RECOAFG = Nombre de recommandations de l'AFG-ASFFI sur le conseil mises en œuvre dans l'entreprise

Taille du conseil

Nous proposons plusieurs mesures de la taille du conseil

- **MBRCA** = Nombre de membres du conseil
- **MBRCA2** : Variable muette qui prend la valeur de 1 si le conseil comporte moins de 9 membres, tel que préconisé par Lipton et Lorsch (1992) ou Jensen (1993)

Dissociation des fonctions de président et de directeur général

DISSPDG : Variable muette qui prend la valeur de 1 si les fonctions de président et de directeur général sont dissociées

Comités du conseil

Nous proposons deux mesures de la gouvernance des comités assistant le conseil :

- **COMITECA1** = Nombre de comités assistant le conseil (uniquement comités de rémunération, d'audit ou de nomination)
- **COMITECA2** : Variable muette qui prend la valeur de 1 si les recommandations de l'AFG-ASFFI sont suivies, c'est-à-dire si le conseil est assisté d'au moins un comité de rémunération, un comité d'audit et un comité de nomination

http://www.afg.asso.fr/afg/fr/etude_rapport/etude_rapport.html?CleCategorie=8

Influence du fondateur sur le conseil

Pour apprécier l'influence du fondateur sur le conseil, nous proposons plusieurs mesures :

- **FONDCA1** : Variable muette qui prend la valeur de 1 si le fondateur de l'entreprise est présent au conseil d'administration ou de surveillance
- **FONDCA2** = % d'actions de la famille fondatrice
- **FONDCA3** = % de droits de vote de la famille fondatrice

Indépendance du conseil

Nous proposons plusieurs mesures de l'indépendance du conseil :

- **INDCA1** = Nombre de membres indépendants du conseil
- **INDCA2** = % des membres du conseil qui sont indépendants
- **INDCA3** : Variable muette qui prend la valeur de 1 si les recommandations de l'AFG-ASFFI sont suivies, c'est-à-dire si le conseil a plus d'un tiers de membres indépendants

Afin de déterminer les membres du conseil d'administration et de surveillance qui sont indépendants, nous nous sommes référés au rapport annuel. Les informations qui y sont délivrées sont parfois contestables, nous avons donc essayé au maximum d'étudier le profil des administrateurs dits indépendants pour vérifier l'absence de liens d'affaires, familiaux ou de travail avec l'entreprise.

Influence du type de conseil

La littérature ne nous a pas permis de savoir si le type de conseil influençait l'efficacité de la gouvernance de l'entreprise. Malgré cela, il nous semble intéressant de tester la relation entre politique de distribution et type de conseil car la France est un des rares pays où les deux structures cohabitent.

Nous mesurons le type de conseil par une variable muette :

TYPECONS = 1 si l'entreprise a un conseil d'administration et 0 si elle a un conseil de surveillance

2.2.2.3. Stock-options

Nous souhaitons tester l'influence de la délivrance de stock-options aux dirigeants sur les politiques de distribution. Nous mesurons cette variable de deux façons :

- **STOCKOPT1** = Stock-options distribuées aux principaux dirigeants dans l'année / Nombre d'actions totales
- **STOCKOPT2** = Stock-options restant à exercer et détenues par les principaux dirigeants / Nombre d'actions totales

Ces données sont issues des rapports annuels des entreprises.

⇒ ***Un tableau récapitule les mesures des variables de notre premier modèle de recherche, en conclusion de ce chapitre, à la page 284.***

3. VARIABLES EXPLICATIVES DU SECOND MODELE – CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

3.1. FISCALITE DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL OU DES MANAGERS

Nous avons fait l'hypothèse, dans notre second modèle, que le choix de l'instrument de distribution était influencé par la fiscalité de l'actionnaire principal ou des dirigeants actionnaires.

- *Premier actionnaire*

Nous mesurons les préférences fiscales du premier actionnaire par son identité. Nous reprenons les mesures d'identité présentées dans le paragraphe précédent, et rajoutons deux variables regroupant soit les actionnaires dont la fiscalité peut influencer le rachat, soit ceux dont la fiscalité est neutre vis-à-vis de l'instrument de distribution.

BANK1 : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une banque
FAM1 : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une famille
ETAT1 : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un état
ENT1 : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une entreprise
INST1 : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un investisseur institutionnel
SALA1 : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un groupement de salariés

BANKENTFAM : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est une banque, une entreprise ou un particulier
ETATINST : Variable muette = 1 si le premier actionnaire est un Etat ou un institutionnel

- *Actionnariat interne*

Etant donné que nous nous intéressons à la fiscalité des dirigeants, nous ne prenons en compte que la détention actionnariale et pas le contrôle exercé par les dirigeants.

Nous reprenons donc la mesure utilisée dans le premier modèle :

ACTDIR = % d'actions détenues par les principaux dirigeants

3.2. STOCK-OPTIONS

Nous reprenons ici les mêmes mesures que celle du premier modèle :

- **STOCKOPT1** = Stock-options distribuées aux dirigeants dans l'année / nombre d'actions totales
- **STOCKOPT2** = Stock-options restant à exercer et détenues par les dirigeants / nombre d'actions totales

3.3. PERMANENCE DES REVENUS

Nous apprécions la permanence des revenus grâce au niveau de leur volatilité. Dans la littérature, la volatilité des revenus de l'entreprise est mesurée par l'écart type des résultats opérationnels sur 5 ans (Jagannathan et al. (2000), Lie (2005a)). Nous utilisons cette mesure, ainsi que celle du résultat net. Cependant, le résultat est une donnée comptable plus facilement manipulable que le chiffre d'affaires, nous calculons donc aussi l'écart type des chiffres d'affaires.

La volatilité des revenus est donc appréciée par trois variables :
- **VOLREV** = Ecart type des revenus opérationnels sur les années N-5 à N
- **VOLRT** = Ecart type des résultats net sur les années N-5 à N
- **VOLCA** = Ecart type des chiffres d'affaires des années N-5 à N

De plus, les ressources utilisées pour le rachat peuvent aussi permettre d'estimer leur permanence.

Les stocks de liquidités sont plus temporaires que les flux. En effet, une fois que la trésorerie est distribuée, elle n'existe plus, alors que les flux de liquidités reviennent année après année. Ainsi, selon l'hypothèse de flexibilité du rachat, il est peu probable qu'une entreprise procède à une augmentation de son dividende pour distribuer des réserves. Le niveau des stocks devrait donc influencer positivement l'utilisation du rachat. En revanche, les revenus opérationnels sont assez stables et devraient favoriser les distributions de dividendes.

Nous proposons donc deux mesures supplémentaires de la permanence des revenus, le niveau du revenu opérationnel et le niveau des stocks de liquidités. Afin d'estimer ces grandeurs, nous reprenons les modes de calcul présentés plus haut.

- **CASHST** = (Disponibilités + VMP) / Valeur comptable des actifs
- **CASHFL2** = (Résultat opérationnel) / Valeur comptable des actifs

⇒ Deux tableaux récapitulatifs des mesures des variables de nos modèles sont présentés en conclusion de ce chapitre, pages 284 et 287.

SECTION 3 – DESCRIPTION DE LA METHODOLOGIE

1. PREPARATION DE L'ETUDE QUANTITATIVE

1.1. TRAITEMENT DES VALEURS MANQUANTES, ABERRANTES OU EXTREMES

Il convient tout d'abord de traiter les valeurs aberrantes, extrêmes ou manquantes, afin de ne pas biaiser les analyses.

Valeurs manquantes

Nous avons contrôlé l'absence de valeurs manquantes dans notre base de données.

Valeurs extrêmes ou aberrantes

Il est ensuite indispensable de surveiller la présence de valeurs aberrantes dans un fichier de données. Elles peuvent être dues à des erreurs de saisie, indiquer la présence dans l'échantillon d'entreprises aux comportements très différents des autres ou être la conséquence des limites de certaines mesures utilisées.

Les valeurs extrêmes sont éloignées de la médiane de plus de trois fois l'intervalle interquartile. L'estimation des paramètres de la régression et l'interprétation des moyennes sont très sensibles à la présence de ces valeurs. Il est donc important de s'interroger sur la décision de conserver ou de supprimer les observations présentant des valeurs extrêmes.

Nous avons repéré plusieurs valeurs extrêmes dans nos échantillons. Elles correspondent principalement à des observations qui ne sont pas incohérentes par rapport à notre modèle et nous les avons donc conservées. En revanche, nous avons dû retirer 5 observations dont les valeurs extrêmes risquaient de fausser nos résultats.

1.2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE L'ECHANTILLON

Avant d'effectuer une étude quantitative, il est recommandé d'étudier la structure des données utilisées et de calculer quelques statistiques descriptives.

1.2.1. Analyses descriptives

- La tendance centrale : Nous calculons pour chaque variable métrique la médiane (valeur qui divise la population étudiée en deux parties égales) et la moyenne.

Pour les variables nominales, nous calculons le mode, c'est-à-dire la modalité qui comporte le plus d'observations.

- La dispersion : La dispersion concerne la variabilité des observations autour de la tendance centrale. Si la variable est nominale, la dispersion peut être appréciée par les fréquences (c'est-à-dire le pourcentage d'observations correspondant à chaque modalité). Si la variable est métrique, la dispersion est estimée grâce à la variance qui correspond à la moyenne des écarts à la moyenne et par l'écart type qui correspond à la racine carrée de la variance.

1.2.2. Normalité des données

Il est important de vérifier que la distribution de la variable expliquée est normale de façon à pouvoir utiliser des tests paramétriques. Cependant, si l'échantillon est d'une taille suffisante (> 30 observations), les tests paramétriques sont robustes par rapport à la violation de l'hypothèse de normalité. Il est cependant intéressant de connaître la concentration et la symétrie des variables. Si la distribution est normale, les observations sont réparties symétriquement autour de la moyenne et 95% d'entre elles se trouvent sur un intervalle défini par deux écart-types autour de la moyenne.

Nous apprécions la normalité de nos variables grâce à deux indicateurs :
- le coefficient de symétrie (ou *« skewness »*) indique si les observations sont réparties équitablement autour de la moyenne (le coefficient est alors nul), ou si elles sont plutôt concentrées vers les valeurs les plus faibles (coefficient positif) ou vers les valeurs les plus fortes (coefficient négatif).
- le coefficient de concentration (ou *« kurtosis »*) concerne l'étalement de la distribution. Un coefficient positif indique une plus forte concentration des observations, un coefficient négatif est significatif d'une courbe plus aplatie. Précisons que pour nos calculs, le coefficient de Kurtosis pourra être négatif car nous considérons zéro comme la valeur normale.

Afin de tester la normalité des données, nous réalisons aussi un test de Kolmogorov-Smirnov. Ce test consiste à vérifier que la distribution empirique inconnue d'une variable aléatoire X suit une loi particulière, ici une loi normale. Le test revient à apprécier la distance maximum entre la distribution empirique testée et la distribution normale, puis à la comparer à une valeur seuil.

Si l'échantillon a un effectif supérieur à 35, la valeur seuil est de $\frac{1,63}{\sqrt{n}}$ au seuil de signification de 1% et de $\frac{1,36}{\sqrt{n}}$ au seuil de signification de 5%.

1.3. TRAITEMENT DES DONNEES DE PANEL

Pour tester notre modèle de recherche, nous disposons de données de panel, c'est-à-dire d'observations sur un ensemble d'entreprises (167), à plusieurs époques (de 2000 à 2005).

Ces données, à la fois individuelles et temporelles, sont plus riches que les coupes transversales ou les séries temporelles. Elles permettent de souligner simultanément la dynamique des comportements des firmes et leur éventuelle hétérogénéité. Cette double dimension permet de tenir compte de l'influence des caractéristiques non observables des entreprises sur leur comportement, dès lors que celles-ci restent stables dans le temps.

Il est courant de traduire les deux dimensions des données de panel (individuelles et temporelles) en terme de décomposition de la variance des observations (Sevestre (2002)):

Variabilité totale = variabilité inter-individuelle + variabilité intra-individuelle

ou Variabilité totale = variabilité inter-temporelle + variabilité intra-temporelle

Si l'hétérogénéité des caractéristiques individuelles a des conséquences favorables (elle augmente la variabilité des observations, et donc la précision des estimations), il n'en est pas de même pour l'hétérogénéité des comportements. Si cette dernière est estimée à tort, elle conduit à biaiser les estimations (Sevestre (2002)).

Il importe donc de modéliser correctement l'hétérogénéité des comportements lorsqu'on estime un modèle sur données de panel. L'économétrie propose principalement deux modélisations de l'hétérogénéité[127] :

- le modèle à effets fixes ;
- le modèle à erreurs composées.

1.3.1. Modèle à effets fixes

Dans ce modèle, on suppose que l'influence des variables explicatives (x_{knt}) sur la variable à expliquer (y_{nt}) est identique pour tous les individus, et ce quelle que soit la période considérée : $b_{knt} = b_k$.

En revanche, on considère que la constante admet la décomposition suivante :

$$b_{0nt} = b_0 + a_n + d_t.$$

[127] Pour une présentation complètes des différentes modélisation de l'hétérogénéité des comportements, voir Sevestre (2002) ou Baltagi (2001)

Le modèle s'écrit alors :

$$y_{nt} = b_0 + a_n + d_t + \sum_{k=1}^{K} b_k x_{knt} + w_{nt}$$

La prise en compte des spécificités individuelles se fait ici par l'introduction d'effets spécifiques aux individus et aux périodes, qui constituent autant de coefficients (« effets fixes ») que l'on peut estimer.

1.3.2. Modèle à erreurs composées

Dans ce modèle, on suppose que l'effet spécifique n'est plus un paramètre fixe à estimer mais une variable aléatoire non observable.

L'erreur est alors composée de trois éléments : une perturbation (w_{nt}) à laquelle s'ajoutent un effet spécifique individuel (u_n) et un effet spécifique temporel (v_t).

$$\varepsilon_{nt} = u_n + v_t + w_{nt}$$

Le modèle s'écrit alors :

$$y_{nt} = b_0 + \sum_{k=1}^{K} b_k x_{knt} + u_n + v_t + w_{nt}$$

Ces effets sont supposés ne pas être autocorrélés ou mutuellement corrélés. On considère aussi qu'ils ne sont pas corrélés avec les variables explicatives.

1.3.3. Existence de spécificités et choix du modèle d'estimation

Test de l'existence d'effets spécifiques

Lors d'analyses sur des données de panel, il convient dans un premier temps de tester l'existence ou l'absence de spécificités individuelles ou temporelles.

En l'absence d'effet spécifique, les comportements sont considérés comme homogènes et peuvent être testés en linéaire. Par contre, en présence d'effets spécifiques, il est nécessaire de modéliser l'hétérogénéité des comportements afin de ne pas biaiser les estimations.

Plusieurs tests peuvent être réalisés [128] (Sevestre (2002)):

- Test de Fischer :

Il s'agit de discriminer entre le modèle de régression classique et le modèle avec effets fixes individuels (ou temporels). Grâce à un test de Fischer, on teste la nullité des coefficients a_n (ou d_t) et donc la nécessité d'inclure des effets fixes.

[128] Ces deux tests sont disponibles sur le logiciel STATA.

- Test du multiplicateur de Lagrange :

Breusch et Pagan (1979) ont mis au point un test à partir du multiplicateur de Lagrange permettant de tester l'hypothèse nulle d'absence d'effets spécifiques.

Dans le cas de régressions Logit ou Probit, les tests à utiliser diffèrent. Nous les présenterons quand nous introduirons ces deux méthodes, au point 3.3 de cette Section.

Choix du modèle d'estimation des effets spécifiques

Le choix du modèle d'estimation des effets spécifiques se fait grâce au test d'Hausman (Hausman (1978)).

Ce test consiste à comparer deux estimateurs dont l'un (noté b1) est convergent et asymptotiquement efficace sous l'hypothèse testée H0, mais non convergent sous H1, et l'autre (noté b2) est convergent sous H0 et H1. Si les deux estimateurs sont proches, on considère que H0 est vérifiée, alors que s'ils diffèrent significativement, on rejette cette hypothèse.

Dans le cadre de l'estimation des effets spécifiques, l'estimateur du modèle à erreurs composées (b1) est le **meilleur** estimateur lorsque les régresseurs ne sont pas corrélés avec les effets individuels. Cependant, il ne converge plus en présence de corrélation. L'estimateur du modèle à effets fixes (b2) est, quant à lui, toujours convergent.

Le test d'Hausman teste donc l'absence de corrélation des effets individuels avec les régresseurs en comparant les estimations obtenues par les deux méthodes.

Le rejet de H0 amène à adopter le modèle à effets fixes. Par contre, si H0 est acceptée, on préférera le modèle à erreurs composées, qui est alors plus efficient.

1.3.4. Données de panel et données moyennes

Les estimations faites sur données de panel offrent l'avantage de modéliser l'hétérogénéité des comportements des entreprises. Cependant, dans le modèle à effets fixes, elles ne permettent pas d'étudier l'influence des variables explicatives ne variant pas ou peu dans le temps. Afin de contourner cette limite, il est intéressant de compléter l'analyse intra-individuelle par une analyse inter-individuelle. Nous compléterons donc l'estimation du modèle avec effets fixes par des régressions sur données moyennes, afin d'étudier l'influence des variables fixes ou quasi fixes. De plus, la comparaison des résultats des deux types de régressions permet de capter la différence d'effet selon que les changements dans la structure d'actionnariat ou de gouvernance sont stables ou récents.

2. PLAN D'ANALYSE DES DONNEES

Cette section présente nos choix méthodologiques avant la Section (3) qui introduira en détail les méthodes d'analyse sélectionnées.

Afin de tester nos deux modèles explicatifs des politiques de distribution, nous allons recourir à des analyses bivariées et multivariées. Les tests bivariés mettent en relation une variable explicative avec la variable expliquée. Nous utilisons deux types de tests bivariés : les tests de différence de moyenne[129] et les régressions simples. Afin de prendre en compte plusieurs variables explicatives, nous procéderons ensuite à des régressions multivariées.

Test du premier Modèle

Notre première variable à expliquer est le taux de rendement de la distribution. Cette variable est censurée à gauche, puisque ce taux ne peut descendre en dessous de 0. C'est le cas de 15% à 20% de nos observations. Cette censure pourrait justifier l'utilisation d'une méthode Tobit, cependant, nous préférons utiliser une méthode de régression linéaire. En effet, la méthode Tobit présente l'inconvénient de ne pas être robuste à la non normalité ou à l'hétéroscédasticité des résidus. Ainsi, étant donné la part limitée des données censurées, nous préférons utiliser la régression linéaire qui est plus robuste. Nous vérifierons cependant la cohérence des résultats entre les deux méthodes d'analyse.

Test du second Modèle

Notre second modèle de recherche cherche à expliquer le choix de l'instrument de distribution. Nous utilisons comme mesure de la variable à expliquer une variable nominale binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise fait du rachat net ou annule ses actions. La nature de cette variable, nous amène à utiliser des régression Logit ou Probit pour tester les hypothèses de ce second modèle de recherche.

Le tableau ci-dessous récapitule les objectifs de notre étude, les tests que nous allons réaliser, et les données utilisées.

[129] Pour une présentation du test de différence de moyennes, voir par exemple Evrard et al. (1993)

Tableau 22 – Plan d'analyse des données : objectifs, méthodes et données utilisées

	OBJECTIFS	METHODE CHOISIE	DONNEES UTILISEES	PLAN DE LA RECHERCHE	
				Méthodologie	Résultats
DECRIRE	**Décrire la vision des managers français** des politiques de distribution.	Analyse qualitative : Entretiens qualitatifs – Analyse de contenu	12 entretiens auprès de grands décideurs	Chap 4 – Section 1	Chap 4 – Section 2
	Décrire la situation française : politique de distribution, structure d'actionnariat et mécanismes de gouvernance.	Analyses univariées : Tris à plats, mesures de tendance centrale et de dispersion.	Panel de 167 entreprises du SBF 250, sur 6 ans	Chap 5 – Section 3	Chap 6 – Section 1
	Décrire les distributions de dividende et programmes de rachat : description et évolution des distributions de dividendes et des rachats d'actions ; Etude des motivations au rachat.		Panel de 167 entreprises du SBF 250, sur 6 ans + Ensemble des entreprises du SBF 250, sur 6 ans	Chap 5 – Section 3	Chap 7 – Section 1
EXPLIQUER	**Expliquer le montant de la distribution.**	Analyses bivariées et multivariées : Données de panel : Régression linéaire avec effets fixes Données moyennes : Régression linéaire MCO *Robustesse* : Régression Tobit sur données de panel	Panel de 167 entreprises du SBF 250, sur 6 ans	Chap 5 – Section 3	Chap 6 – Sections 2&3
	Expliquer le choix de l'instrument de distribution.	Analyses bivariées et multivariées : Données de panel : Régression Probit à erreurs composées *Robustesse* : Régression Probit sur données linéaires	Panel de 146 entreprises du SBF 250 distribuant, sur 6 ans.	Chap 5 – Section 3	Chap 7 – Sections 2&3

3. METHODES D'ANALYSE

Après avoir introduit notre plan d'analyse de données, nous présentons les différentes méthodes d'analyses utilisées pour nos études empiriques.

Dans le but de tester nos hypothèses de recherche, nous utilisons des régressions. Ce paragraphe a pour objectif de présenter les trois méthodes de régression retenues pour notre étude.

Lorsque la variable à expliquer est métrique, nous utilisons le modèle de régression linéaire, que nous présentons au point (3.1.). La régression linéaire présente des limites dans le cas d'une variable à expliquer censurée. Dans notre première étude, nous vérifierons l'absence de biais en calculant des régressions Tobit. Cette méthode est introduite au point (3.2.). Enfin, lorsque la variable à expliquer est qualitative, les modèles de régression Probit ou Logit sont adaptés. Le paragraphe (3.3.) fait le point sur ces deux méthodes.

3.1. LA REGRESSION LINEAIRE

La régression est sans doute l'une des méthodes explicatives les plus connues et les plus utilisées[130]. La régression simple permet d'analyser la relation entre une variable dépendante unique et de nature métrique, et une variable indépendante. La régression multiple permet d'intégrer plusieurs variables indépendantes. Les variables indépendantes peuvent être métriques ou nominales.

3.1.1. Présentation de la méthode

Le modèle de régression

Le modèle de régression linéaire s'écrit de la façon suivante :

$$Y=b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \ldots + b_kx_k + \varepsilon$$

où Y est la variable à expliquer

$x_1, x_2, \ldots, x_k$ sont les k variables explicatives

ε est l'aléa résiduel

Ce modèle se traduit par une relation linéaire qui consiste à minimiser le carré des écarts entre les estimations de la variable à expliquer (Y) fournies par la relation linéaire et les observations effectuées sur (Y) par la méthode des moindres carrés.

[130] Pour une présentation détaillée de la méthode de régression se reporter par exemple à Bourdonnais (2003), à Evrard et al. (1993) ou à Wonnacott et Wonnacott (1995)

Le choix d'une méthode linéaire peut être pris malgré les hypothèses que nous avons faites de relations non linéaires entre certaines variables d'actionnariat et le niveau des politiques de distribution. Afin d'apprécier la significativité de ces relations dans le cadre d'un modèle linéaire, il sera alors nécessaire de procéder à la transformation des variables.
Ainsi, la concentration de l'actionnariat, l'actionnariat interne et l'actionnariat du premier actionnaire seront élevés au carré afin de pouvoir tester l'existence d'une relation non linéaire en forme de U ou de U inversé.

Les hypothèses de la régression

La régression repose sur un certain nombre d'hypothèses qui doivent être vérifiées.
1) Tout d'abord, les tests utilisés pour faire des inférences sur la significativité des résultats obtenus reposent sur des hypothèses concernant la normalité des distributions.

2) Par ailleurs, il convient de s'assurer que les variables explicatives sont indépendantes, c'est-à-dire qu'il est impossible d'exprimer l'une d'elle comme une combinaison linéaire des autres. En effet, l'existence de corrélation entre variables explicatives a pour effet de rendre instable l'estimation des coefficients de la régression. Toutefois, il est rare que toutes les variables explicatives soient indépendantes.
La multi-colinéarité peut être détectée par l'examen de la matrice des corrélations entre les variables explicatives. Lorsqu'elles sont fortement corrélées entre elles, il convient de vérifier que les indices de conditionnement ne sont pas supérieurs à 30 (Hair, Anderson, Tatham et al. (1995)). Dans le cas contraire, il faut se référer aux indices de colinéarité, comme par exemple le VIF (Variance Inflation Factor), qui est le degré d'augmentation de l'erreur standard en raison de la corrélation de X avec les autres variables. S'il est inférieur à 4, on estime qu'il n'y a pas de problème de multi-colinéarité (Evrard et al. (1993)).

3) L'estimation d'un modèle linéaire repose enfin sur différentes hypothèses stochastiques liées aux termes d'erreurs ou résidus :

- Les erreurs doivent avoir une distribution normale, de moyenne nulle ($E(\varepsilon_t) = 0$) et de variance constante ($E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2_\varepsilon$). C'est l'hypothèse d'homoscédasticité;
- Les erreurs ne doivent pas être corrélées, $E(\varepsilon_t, \varepsilon_{t'}) = 0$ si $t \neq t'$;
- Les erreurs doivent être indépendantes des variables explicatives, Cov (x_{it}, ε_t) = 0.

Régressions robustes

En cas de violation des hypothèses sur les résidus, l'estimateur Moindres Carrés Ordinaires (ci-dessous MCO) reste sans biais, mais n'est plus efficient. Dans ce cas, nous estimerons la variance des coefficients de façon robuste. Les coefficients seront estimés grâce aux moindres carrés ordinaires, mais les écart-types utilisés pour calculer les t de Student, seront corrigés de l'autocorrélation, de l'hétéroscédasticité et de la non normalité des résidus.

Nous utiliserons deux méthodes d'estimation robuste proposées par le logiciel que nous avons utilisé, Stata :

- Une première méthode, utilisant l'estimateur « Huber-White sandwich », permet d'estimer les écart-types des coefficients en présence de non normalité et d'hétéroscédasticité des résidus[131] (Hoechle (2006)).
- Une seconde méthode robuste développée par Rogers (1993) permet d'ajuster les écart-types à la non normalité et à l'hétéroscédasticité des résidus, ainsi qu'aux corrélations intra groupes[132] (Arellano (1987), Gabor (2004), Hoechle (2006)).

3.1.2. La régression linéaire sur données de panel

Les régressions linéaires sur données de panel peuvent utiliser différents estimateurs. Nous choisissons ceux fournis par le logiciel Stata :

- Pour le modèle à effets fixes, c'est l'estimateur intra-individuel (within) qui est utilisé. Il correspond à un estimateur MCO classique écrit en écarts aux moyennes individuelles. Il est aussi possible d'estimer ce modèle par une régression MCO comportant une variable binaire par entreprise[133].
- Pour le modèle à erreurs composées, l'estimateur des moindres carrés généralisés est utilisé.

3.1.3. Interprétation des résultats

L'interprétation des résultats se fait à trois niveaux :

- *Au niveau global*, il s'agit d'étudier la force et la significativité de la liaison entre la variable à expliquer et les variables explicatives.

La significativité des résultats est interprétée en fonction du nombre d'observations et on effectue pour cela un test F de Fisher-Snedecor.

[131] Sous Stata, la commande est : xtreg …..,fe robust

[132] Sous Stata, la commande est : xtreg …...,fe cluster (entreprise)

[133] Afin d'éviter les problèmes de colinéarité, il est alors nécessaire de n'introduire que N-1 variables binaires, N étant le nombre d'entreprises.

Le coefficient de détermination R^2 est l'indicateur usuel de la qualité de l'ajustement global. Il correspond au carré du coefficient de corrélation multiple et s'interprète comme le pourcentage de variance de la variable à expliquer restituée par le modèle.

Dans le cas du modèle à effets fixes, le R^2 de la régression (dit « within ») donne une idée de la part de la variabilité intra-individuelle de la variable dépendante expliquée par celle des variables indépendantes. Ce R^2 est souvent beaucoup plus faible que les R^2 classiquement déduits des régressions sur données linéaires. En effet, il est souvent plus difficile d'expliquer les variations transitoires que les différences permanentes (Sevestre (2002)). De plus, le R^2 within ne possède pas toutes les propriétés d'un R^2 sur régression MCO et ne peut être calculé de façon usuelle (Sevestre (2002)).

Afin de mieux apprécier le pouvoir explicatif du modèle, nous exposerons pour chaque régression, le R^2 *within* et le R^2 ajusté résultant de la régression MCO avec N-1 variables binaires. Ce dernier fournit une évaluation haute puisqu'il est gonflé par l'introduction des variables binaires. **Nous aurons ainsi une évaluation basse (R^2 *within*) et une évaluation haute (R^2 *variables binaires*) du pouvoir explicatif du modèle.**

- *Au niveau de chaque variable*, un test t de Student sur chaque coefficient de régression permet d'examiner si pour chaque variable explicative, il existe une relation significative avec la variable à expliquer.

- *Au niveau des résidus* : il faut examiner leur valeur en s'assurant qu'ils respectent les conditions listées dans le paragraphe précédent. Plusieurs analyses peuvent être menées :

→ *Normalité des résidus* : Une représentation graphique de la distribution des fréquences des résidus ou un test de Kolgomorov et Smirnov permettent de vérifier leur normalité.

→ *Hétéroscédasticité* : Les tests de White ou de Breusch et Pagan permettent d'estimer l'hétéroscédasticité des résidus. En cas de non normalité des résidus, le test de White est préféré. De plus, il est souhaitable que le nombre de résidus au-delà de [-3, +3] écart-types soit minimum.

→ *Autocorrélation* : Le test de Durbin-Watson permet d'apprécier l'absence d'autocorrélation d'ordre 1 des résidus. Nous utiliserons aussi la version de ce test adaptée aux données de panel et développée par Bhargava, Franzini et Narendranathan (1982)[134].

[134] Voir Baltagi (2001) pour une présentation de ce test.

3.2. LA REGRESSION TOBIT

Lorsque les données sont censurées, il est conseillé de procéder à des régressions Tobit. Cependant, sur données de panel, les limites de la méthode la rendent peu fiable. Etant donné la faible censure de nos données, nous l'utiliserons uniquement pour tester la robustesse de nos estimations MCO.

Ce paragraphe présente donc succinctement la méthodologie Tobit.

3.2.1. Présentation de la méthode

Le modèle de régression

Tobin (1958) a montré que la régression linéaire ordinaire n'est pas adaptée au cas où la variable à expliquer (*y*) est bornée (limite basse et / ou limite haute) et où une partie importante des observations prend ces valeurs limites.

Afin de résoudre ce problème, Tobin a formulé un modèle utilisant une variable latente *y** :

$$y^* = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \ldots + b_kxk + \varepsilon$$

où $x_1, x_2, \ldots, x_k$ sont les k variables explicatives et ε une variable aléatoire normale.

Quand la variable latente est inférieure (supérieure) à la limite basse (haute) notée w, la variable dépendante censurée (*y*) prend cette valeur limite, sinon *y** prend la valeur de *y*:

$$\begin{cases} y = y^* & \text{si } y^* > w \\ y = 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

Le modèle peut alors être estimé par la méthode du maximum de vraisemblance à partir des observations de y et des variables explicatives.

Les hypothèses de la régression

Les hypothèses de la régression Tobit sont les mêmes que celles de la régression linéaire : indépendance des variables explicatives, normalité des résidus et absence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation. Cependant, contrairement au modèle de régression linéaire, les estimations du modèle Tobit par la méthode du maximum de vraisemblance deviennent inconsistantes lorsque les hypothèses sur les résidus sont violées.

3.2.2. La régression Tobit sur données de panel

L'estimation d'une régression Tobit sur données de panel est limitée pour plusieurs raisons :

- Les effets spécifiques ne peuvent être modélisés que par un modèle à erreurs composées. Il n'existe pas de statistique suffisamment développée à ce jour qui permettrait d'estimer une régression Tobit avec effets fixes.
- La modélisation à erreurs composées empêche de récupérer les résidus de la régression et donc de procéder aux tests classiques de spécification. Or, il n'existe pas de méthode d'estimation robuste de la variance des coefficients.

Ainsi, après une régression Tobit sur données de panel, il est difficile de pouvoir s'assurer de la validité des résultats.

3.3. LA REGRESSION LOGIT OU PROBIT

3.3.1. Présentation de la méthode

Le modèle de régression

Dans le cas où la variable à expliquer (*y*) est binaire, l'inadéquation du modèle de régression linéaire conduit à modéliser non pas la variable (y), mais la probabilité P(*y*=1) que cette variable prenne la valeur 1.

Pour modéliser cette probabilité, on fait l'hypothèse que la décision repose sur la valeur prise par une variable latente *y**, selon le schéma suivant :

$$\begin{cases} y = 1 \text{ lorsque } y^* \geq 0 \\ y = 0 \text{ lorsque } y^* < 0 \end{cases}$$

Cette variable *y** dépend linéairement d'un certain nombre de variables explicatives.

$$y^* = b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \ldots + b_kx_k + \varepsilon$$

Ainsi, après transformation, on obtient :

$$\begin{aligned} P(y=1/ x_1, x_2, x_3, \ldots x_k) &= P(y^* \geq 0 / x_1, x_2, x_3, \ldots x_k) \\ &= P(\varepsilon \leq b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \ldots + b_kx_k / x_1, x_2, x_3, \ldots, x_k) \\ &= F(b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + \ldots + b_kx_k) \end{aligned}$$

où F est la fonction de répartition de ε.

La différence entre les modèles Probit et Logit tient aux hypothèses faites sur la forme de cette fonction de répartition. Le modèle Probit fait l'hypothèse que F suit une loi normale, alors que le modèle Logit fait l'hypothèse que F suit une loi logistique.

L'estimation de ces modèles est ensuite faite par la technique du maximum de vraisemblance.

Les hypothèses de la régression

Au-delà des hypothèses particulières sur la distribution des erreurs, les modèles Logit ou Probit reposent sur les mêmes hypothèses que la régression linéaire : indépendance des variables explicatives, et absence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des résidus.

Régression robuste

En cas de violation des hypothèses sur les résidus, l'estimateur du maximum de vraisemblance donne des estimations correctes des coefficients des variables explicatives, mais il n'est plus efficient.

Pour les régressions sans prise en compte des effets, il existe des méthodes d'estimation robuste de la variance des coefficients. Par exemple, l'estimateur « Huber-White sandwich » proposé par Stata, permet d'estimer les écart-types des coefficients en présence d'hétéroscédasticité des résidus[135] ou la méthode développée par Rogers (1993) qui permet d'ajuster les écart-types des coefficients à l'hétéroscédasticité des résidus, ainsi qu'aux corrélations intra groupes[136]. En revanche, pour les régressions avec prises en compte des effets spécifiques, il n'existe pas de méthode permettant d'estimer la variance des coefficients de façon robuste.

3.3.2. La régression Logit ou Probit sur données de panel

3.3.2.1. Modélisation des effets spécifiques

La modélisation des effets spécifiques dans le cadre d'une variable expliquée binaire varie selon que l'on utilise un modèle Probit ou Logit.

Modélisation avec effets fixes

Selon Baltagi (2001) et Sevestre (2002), l'estimation d'un modèle Probit ou Logit à effets individuels ne permet pas d'obtenir des estimations convergentes des coefficients dès lors que le nombre de périodes est fini. Cependant, la structure particulière du modèle Logit permet de contourner cette limite. En recourant au modèle Logit conditionnel, il est en effet possible d'obtenir des estimations convergentes.

⇒ Seul le modèle Logit permet une modélisation avec effets fixes des spécificités individuelles.

[135] La commande sous Stata est probit (ou logit) …. , robust

[136] La commande sous Stata est probit (ou logit) …. , cluster (entreprise)

Modélisation avec effets aléatoires (aussi appelée à erreurs composées)

Selon Maddala (1987), Baltagi (2001) et Sevestre (2002), le modèle Probit est mieux adapté que le modèle Logit à la modélisation en erreurs composées et est donc généralement utilisé dans ce cas.

La maximisation de la vraisemblance, qui permet d'obtenir une estimation consistante et efficiente des coefficients, est assez complexe du fait de la présence d'une intégrale multiple. Cette intégrale peut être transformée en une intégrale gaussienne simple, qui peut ensuite être approximée grâce à une procédure basée sur les polynômes d'Hermite (Sevestre (2002)). La sensibilité de l'approximation de la quadrature doit être vérifiée.

⇒ Le modèle Probit est préféré pour une modélisation avec effets aléatoires des spécificités individuelles.

Le logiciel que nous utilisons pour nos études quantitatives, Stata, permet d'estimer un modèle Logit avec effets fixes ou erreurs composées, et un modèle Probit avec erreurs composées.

3.3.2.2. Existence de spécificités et choix du modèle d'estimation

Test de l'existence d'effets spécifiques

Lors d'analyse sur des données de panel, il convient dans un premier temps de tester l'existence ou l'absence de spécificités individuelles ou temporelles.

Le test des effets temporels se fait de la même façon que pour les régressions linéaires. En revanche, les tests permettant de vérifier l'existence d'effets spécifiques individuels, dans le cadre d'une variable à expliquer qualitative, diffèrent.

Nous présentons deux tests :

- Test de Hausman

Un test de Hausman (Hausman (1978)) basé sur les différences entre le modèle Logit à effets fixes et le modèle Logit standard (ou « pooled ») permet de tester l'existence d'effets spécifiques.

En effet, le modèle Logit standard est consistent et efficient seulement sous l'hypothèse H0 d'absence d'effets spécifiques. Au contraire, le Logit conditionnel est toujours consistent, même s'il n'est pas efficient sous H0. Le test d'Hausman permet de comparer les deux estimateurs sous l'hypothèse testée H0. Si les deux estimateurs sont proches, on considère que H0 est vérifiée, alors que s'ils diffèrent significativement, on rejette cette hypothèse. Le rejet de H0 par le test d'Hausman amène à adopter le modèle Logit conditionnel et montre l'existence d'effets spécifiques.

- Test du ratio de vraisemblance

Un test comparant le modèle Logit ou Probit avec erreurs composées au modèle Probit ou Logit « pooled », permet de tester l'existence d'effets spécifiques.

Si la part de la variance totale qui est liée aux données de panel (*Rho*) est nulle, alors l'estimateur avec erreurs composées ne diffère pas du modèle sans effet spécifique. Un test du ratio de vraisemblance permet de vérifier formellement la nullité de *Rho*.

Choix du modèle d'estimation

Comme nous l'avons vu au point 1.3.3. de cette Section, le test de Hausman permet de choisir entre une modélisation avec effets fixes et une modélisation avec effets aléatoires.

Ce test est principalement réalisé dans le cadre de régressions linéaires, et son utilisation reste rare pour les régressions Probit ou Logit[137] (voir pour exemple Hausman et Leibtag (2005) ou Kinari, Ohtake et Tsutsui (2007))[138].

Afin de réaliser un test d'Hausman, nous choisissons le modèle Logit qui est le seul à accepter les modélisations avec effets fixes et aléatoires. Si le test rejette l'hypothèse H0 d'absence de différences entre les deux modélisations, nous privilégierons le modèle Logit avec effets fixes. En revanche, si le test valide l'hypothèse H0, nous préférerons une modélisation avec erreurs composées. Dans ce cas et en accord avec ce qui a été dit au paragraphe précédent, la modélisation Probit sera choisie.

3.3.3 Interprétation des résultats

L'interprétation des résultats se fait à trois niveaux :

- *Au niveau global*

→ *La statistique du rapport de vraisemblance* qui compare le modèle nul (comprenant uniquement la constante) au modèle complet donne la qualité d'estimation du modèle. Cette statistique suit une loi de Chi-deux à k degré de liberté.

→ *Un « pseudo R^2 »* permet d'estimer la qualité de l'ajustement global. Stata ne fournit ce R^2 que pour les régressions sans effets spécifiques. Cependant, pour les régressions en panel, il est aussi possible de calculer un R^2. En effet, si le modèle était parfaitement explicatif, la

[137] En réalité, la majorité des études élude la question du choix de l'estimateur lors de régressions où la variable à expliquer est qualitative.

[138] Voir aussi le forum de discussion Stata sur le thème : « Hausman type test after xtlogit or xtprobit? ». http://www.stata.com/statalist/archive/2004-01/msg00669.html

valeur du log de la statistique de vraisemblance (LL) serait de 0. Ainsi, en comparant le LL du modèle comprenant uniquement la constante, à la valeur du LL du modèle qu'on cherche à estimer, on peut obtenir un *« pseudo R² »*.
Le *« pseudo R² »* ne correspond pas au R² des régressions en MCO et doit être interprété avec précaution, car il a tendance à être faible[139].

→ *Un tableau de reclassement* permet également d'estimer l'adéquation du modèle en comparant la répartition des valeurs observées entre les valeurs prédites. Une inadéquation absolue est obtenue lorsque le modèle n'est capable de reclasser que 50% des individus. Cependant, ce tableau n'existe pas pour les régressions sur données de panel.

- *Au niveau de chaque variable.* Les paramètres obtenus font l'objet d'un test analogue à celui employé pour les régressions linéaires, mais au lieu d'employer un test t, la statistique de Wald qui se distribue selon la loi du Chi2 à un degré de liberté est utilisée. Cela permet d'examiner si pour chaque variable explicative, il existe une relation significative avec la variable à expliquer.

- *Au niveau des résidus* : il faut examiner leur valeur en s'assurant qu'ils respectent les conditions d'homoscédasticité et de non corrélation. Cependant, il n'existe aucun test permettant de vérifier ces conditions dans les régressions sur données de panel, ni aucune méthode d'estimation robuste. C'est une des principales limites des régressions Logit ou Probit sur données de panel.
Afin d'atténuer cette limite, nous proposons une procédure en deux étapes :
- Comparer les résultats des régressions standards (sans effet spécifique) estimés de façon classique, à ceux estimés de façon robuste et à ceux issus de régressions sur données de panel.
- Rappeler l'apport de la modélisation des effets spécifiques et comprendre les divergences entre résultats.

Cette procédure ne règle pas le problème de l'analyse des résidus, mais devrait permettre de mieux mesurer les biais potentiels de nos résultats et l'effet de l'hétéroscédasticité ou de l'autocorrélation des résidus.

[139] Pour plus de détails sur le calcul et l'interprétation du *pseudo R²*, voir le support en ligne du logiciel Stata : http://www.stata.com/support/faqs/stat/xtprobit.html

CONCLUSION DU CHAPITRE 5 - SYNTHESE

En conclusion de ce chapitre qui a présenté la méthodologie des études quantitatives réalisées dans cette thèse, nous synthétisons les mesures choisies pour les variables de nos deux modèles de recherche (Tableau 23 et Tableau 24). Le Tableau 22, page 273 rappelle aussi les objectifs de notre étude et les méthodes d'analyse choisies.

Tableau 23 – Récapitulatif des mesures des variables du premier modèle explicatif des montants distribués

VM = Variable muette

VARIABLE EXPLIQUEE				
Distribution Totale			**TXRDT** = (Rachat net + Dividende) / Capitalisation	
VARIABLES EXPLICATIVES			**MESURE**	**HYPOTHESE**
DETERMINANTS DU CONFLIT D'AGENCE	Concentration de l'actionnariat		- **CONCACT** = % d'actions détenues par les trois 1ers actionnaires - **CONCONT** = % de droits de vote détenus par les trois 1ers actionnaires - **FLOTACT** = 1 - % d'actions du flottant - **FLOTCON** = 1 - % de droits de vote du flottant	H1 – C
	Pouvoir de l'actionnaire principal		- **RAPPOC** = % d'actions du 1er actionnaire / % de droits de vote du 1er actionnaire - **PVOIRACT** = % d'actions du 1er actionnaire / (1 - % d'actions du flottant - % d'actions du 1er actionnaire) - **PVOIRCONT** = % de droits de vote du 1er actionnaire / (1 - % de droits de vote du flottant - % de droits de vote du 1er actionnaire) - **PVOIR1** : VM = 1 si la firme a des droits de vote double - **PVOIR2** : VM = 1 si le président ou le DG est un des trois 1ers actionnaires - **PVOIR3** : VM = 1 si l'actionnaire principal est un des fondateurs	H1 – D
	Risque de FCF	Opportunité d'investissement	- **OPPINVT** = (Capitalisation + Valeur comptable des dettes) / (Valeur comptable des actifs), calculé à partir de données annuelles - **OPPINVTMOY** = (Capitalisation + Valeur comptable des dettes) / (Valeur comptable des actifs), calculé à partir de moyennes sur trois ans - **OPPINVT2** : VM = 1, si OPPINVT < 1 - **OPPINVT3 :** VM = 1, si OPPINVTMOY < 1	H1 – A
		Ressources disponibles	- **CASHFL1** = (Résultat net + DAP) / Valeur comptable des actifs - **CASHFL2** = (Résultat opérationnel) / Valeur comptable des actifs - **CASHST** = (Disponibilités + VMP) / Valeur comptable des actifs	H1 – B

VARIABLES		MESURE	HYPOTHESE
VARIABLES D'ACTIONNARIAT ET DE GOUVERNANCE	Actionnariat interne	- **ACTDIR** = % d'actions détenues par les principaux dirigeants - **CONTDIR** = % de droits de votes détenus par les principaux dirigeants	H2
	Détention ou contrôle du 1er actionnaire	- **ACT1** = % d'actions détenues par le 1er actionnaire - **CONT1** = % de droits de votes détenus par le 1er actionnaire	H3
	Présence actionnaire majoritaire	- **ACTMAJ1** : VM = 1 si 1er actionnaire a plus de 33,3% des actions - **ACTMAJ2** : VM = 1 si 1er actionnaire a plus de 33,3% des droits de vote	H4
	Identité du premier actionnaire	- **BANK1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une banque - **FAM1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une famille - **ETAT1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est un état - **ENT1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une entreprise - **INST1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est un investisseur institutionnel - **SALA1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est un groupement de salariés	H5
	Actionnaires de blocs	- **ACTBLOC2** = % d'actions du 2nd actionnaire - **CONTBLOC2** = % de droits de votes du 2nd actionnaire - **ACTBLOC3** = % d'actions du 3ème actionnaire - **CONTBLOC3** = % de droits de votes du 3ème actionnaire	H6
	Identité des actionnaires de blocs	- **BANK23** : VM = 1 si le 2nd ou le 3ème actionnaire est une banque - **FAM23** : VM = 1 si le 2nd ou le 3ème actionnaire est une famille - **ETAT23** : VM = 1 si le 2nd ou le 3ème actionnaire est un état - **ENT23** : VM = 1 si le 2nd ou le 3ème actionnaire est une entreprise - **INST23** : VM = 1 si le 2nd ou le 3ème actionnaire est un institutionnel - **SALA23** : VM = 1 si le 2nd ou le 3ème actionnaire est un groupement de salariés	H7

VARIABLES			MESURE	HYPOTHESE
MECANISMES DE GOUVERNANCE EXTERNES	Dette		- **DETTETOT** = Montant des dettes financières totales / Total actif - **DETTELT** = Montant des dettes financières à LT / Total actif	H8-C
MECANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES	Efficacité du conseil	Mesure générale	**RECOAFG** = Nombre de recommandations de l'AFG-ASFFI sur le conseil mises en œuvre dans l'entreprise	H9-A
		Taille du conseil	- **MBRCA** = Nombre de membres du conseil - **MBRCA2** : VM = 1 si le conseil comporte moins de 9 membres	H9-A/a
		Dissociation P - DG	**DISSPDG** : VM = 1 si les fonctions de président et de directeur général sont dissociées	H9-A/b
		Comités	- **COMITECA1** = Nombre de comités assistant le conseil (uniquement comité de rémunération, d'audit ou de nomination) - **COMITECA2** : VM = 1 si le conseil est assisté d'au moins un comité de rémunération, un comité d'audit et un comité de nomination	H9-A/c
		Influence du fondateur	- **FONDCA1** : VM = 1 si le fondateur de l'entreprise est présent au conseil d'administration ou de surveillance - **FONDCA2** = % d'actionnariat de la famille fondatrice - **FONDCA3** = % de vote de la famille fondatrice	H9-A/d
		Indépendance du conseil	- **INDCA1** = Nombre de membres indépendants du conseil - **INDCA2** = % de membres du conseil qui sont indépendants - **INDCA3** : VM = 1 si le conseil a plus d'un tiers de membres indépendants.	H9-A/e
		Influence du type de conseil	**TYPECONS** : VM = 1 si l'entreprise a un conseil d'administration et VM = 0 si elle a un conseil de surveillance	H9-A/f
	Stock - Options		- **STOCKOPT1** = Stock-options distribuées aux dirigeants dans l'année / Nombre d'actions totales - **STOCKOPT2** = Stock-options restant à exercer et détenues par les dirigeants / Nombre d'actions totales	H9-B
VARIABLE DE CONTROLE				
Taille Industrie TXRDTEX			- Log de la capitalisation - Code industrie ICB - Taux de rendement en dividende de l'année précédente	

Tableau 24 - Récapitulatif des mesures des variables du second modèle explicatif du choix de l'instrument de distribution

VM = Variable muette

VARIABLES		MESURE	HYPOTHESE
VARIABLE EXPLIQUEE			
Décision de rachat		- **RACHATNET** : VM= 1 si l'entreprise a fait des rachats nets positifs - **RACHANNUL** : VM = 1 si l'entreprise a annulé des actions	
VARIABLES EXPLICATIVES			
Fiscalité actionnaires influents	Actionnaires - dirigeants	- **ACTDIR** = % d'actions détenues par les principaux dirigeants	H10-A
	Premier actionnaire	- **BANK1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une banque - **FAM1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une famille - **ETAT1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est un état - **ENT1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une entreprise - **INST1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est un investisseur institutionnel - **SALA1** : VM = 1 si le 1er actionnaire est un groupement de salariés - **BANKENTFAM** : VM = 1 si le 1er actionnaire est une banque, une entreprise ou un particulier - **ETATINST :** VM = 1 si le 1er actionnaire est un état ou un institutionnel	H10-B H10-C
Permanence des revenus		- **VOLREV** = Ecart type des revenus opérationnels sur N-5 à N - **VOLCA** = Ecart type des chiffres d'affaires sur N-5 à N - **VOLRT =** Ecart type des résultats net sur les années N-5 à N - **CASHST** = (Disponibilités + VMP) / Valeur comptable des actifs - **CASHFL2** = (Résultat opérationnel) / Valeur comptable des actifs	H11
Stock - Options		- **STOCKOPT1** = Stock-options distribuées aux dirigeants dans l'année / Nombre d'actions totales - **STOCKOPT2** = Stock-options restant à exercer et détenues par les dirigeants / Nombre d'actions totales	H12
VARIABLES DE CONTROLE			
Taille Industrie		- Log de la capitalisation - Code industrie ICB	

CHAPITRE 6 – TEST DU MODELE EXPLICATIF DU CHOIX DES MONTANTS DE DISTRIBUTION

Ce chapitre rassemble les résultats de notre première étude empirique, testant l'influence des déterminants des conflits d'agence et des variables d'actionnariat et de gouvernance sur le montant des politiques de distribution. La méthodologie de cette étude a été présentée au chapitre précédent.

La Section 1 donne un aperçu des politiques de distribution en France, ainsi que de l'actionnariat et de la gouvernance des entreprises du SBF250.

La Section 2 teste les hypothèses de notre modèle de recherche et présente les résultats obtenus. Le paragraphe 5 de cette Section propose une synthèse générale.

Enfin, la Section 3 discute des résultats et des apports de cette étude empirique.

Ce chapitre est conclu par un bilan des hypothèses validées et rejetées.

Figure 4 – Aide à la lecture du Chapitre 6

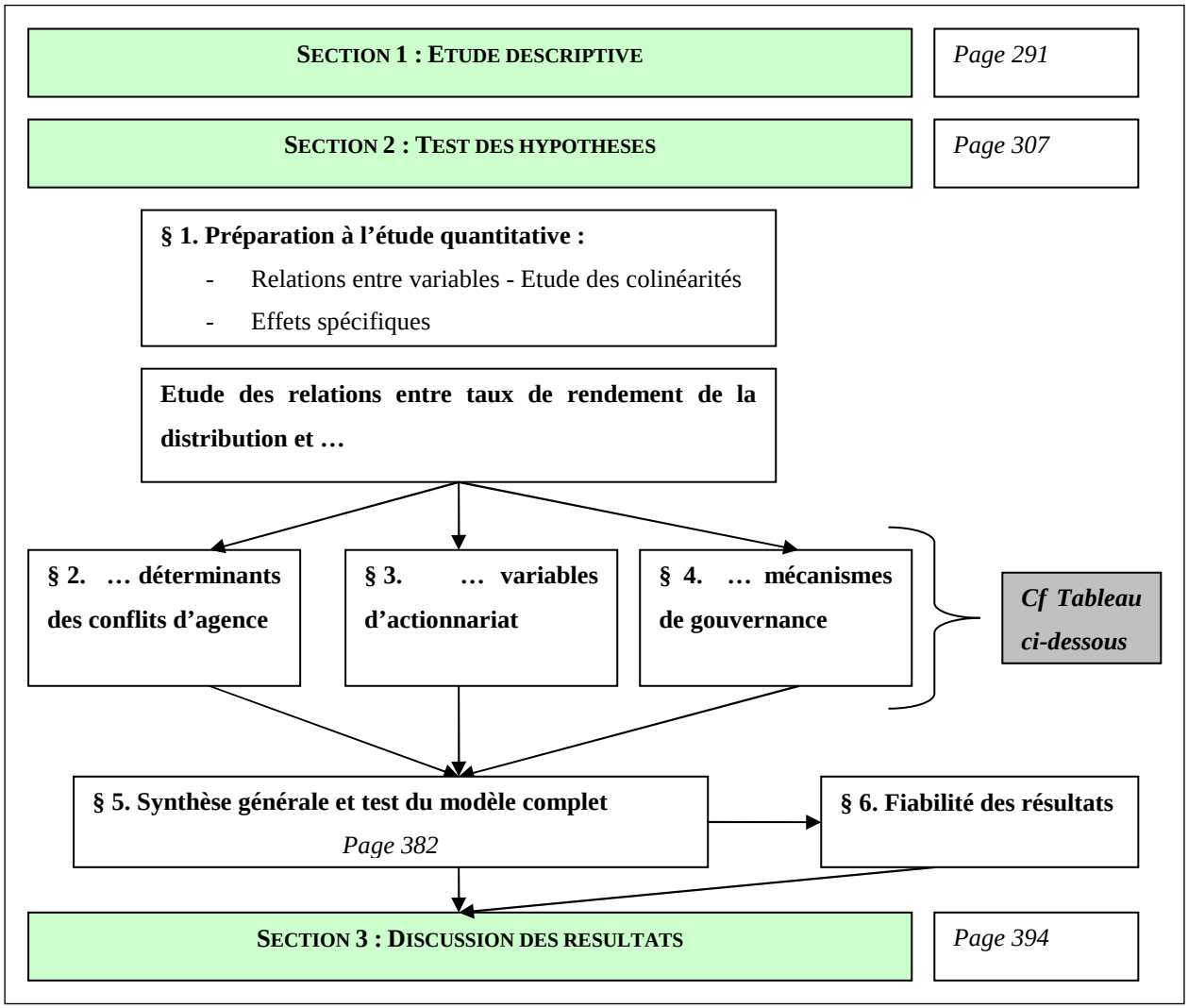


Figure 5 – Aide à la lecture des paragraphes 2., 3. et 4. du Chapitre 6.

Section 2 - §2. – §3. – §4. Etude des relations entre taux de rendement de la distribution et …

§ 2. … déterminants des conflits d'agence

§ 3. … variables d'actionnariat

§ 4. … mécanismes de gouvernance

§ 2.1. Analyses bivariées

§ 2.2. Analyse multivariées

Variable 1 | Variable 2 | Variable 3 | Etc.

§ 2.2.1. Régressions multivariées avec effets fixes

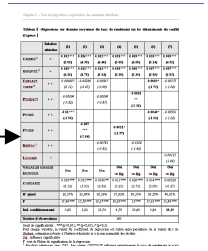
Toutes les mesures de la variable 1 + Meilleures mesures des variables 2 et 3 et …

§ 2.2.2. Régressions multivariées avec effets fixes

Toutes les mesures de la variable 2 + Meilleures mesures des variables 1 et 3 et …

Etc.

Discussion + Tableau de résultats



§ 2.3. Analyses complémentaires

§ 2.3.1. Régressions multivariées avec effets fixes

Toutes les variables + Variables de contrôle

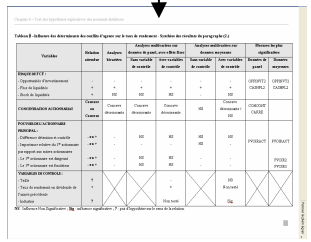
§ 2.3.2. Régressions sur données moyennes

Toutes les variables + Variables de contrôle

Objectif : capter l'influence des variables stables dans le temps, car impossible avec des régressions avec effets fixes.

§ 2.4. Synthèse

Tableau de synthèse



+ Discussion

Synthèse §2 – Page 331
Synthèse §3 – Page 356
Synthèse §4 – Page 378

SECTION 1 – DESCRIPTION DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION, DE L'ACTIONNARIAT ET DE LA GOUVERNANCE EN FRANCE

La Section 1 présente des statistiques descriptives des principales variables de notre modèle explicatif des niveaux de distribution.
Nous étudions, dans un premier temps, les caractéristiques de la variable à expliquer (1.), puis nous donnons un aperçu de l'actionnariat des entreprises du SBF250 (2.) et de leur gouvernance (3.).

1. CARACTERISTIQUES DES MONTANTS DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Ce paragraphe a pour objectif de présenter les caractéristiques statistiques de la variable à expliquer de notre premier modèle de recherche, c'est-à-dire le taux de rendement. A ce titre, nous présentons quelques statistiques descriptives (1.1.), puis nous testons la normalité de cette variable (1.2.).

1.1 STATISTIQUES DESCRIPTIVES DU TAUX DE RENDEMENT

Nous présentons les principales caractéristiques statistiques du taux de rendement (Tableau 25), ainsi que l'histogramme des fréquences (Figure 6).

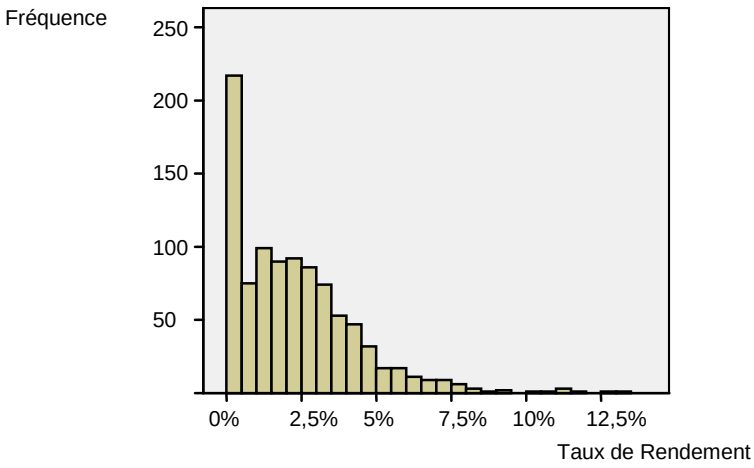
Tableau 25 – Statistiques descriptives du taux de rendement

	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type
2000	0%	14%	2,1%	1,4%	0,0232
2001	0%	12%	2,2%	1,7%	0,0225
2002	0%	9%	2,4%	2,1%	0,0208
2003	0%	11%	2,2%	2,1%	0,0191
2004	0%	11%	2,4%	2,1%	0,0206
2005	0%	9%	2,2%	2,0%	0,0175
Toutes années	0%	14%	2,2%	2,0%	0,0206

Sur l'ensemble des 6 années d'étude, le taux de rendement de la distribution des entreprises de notre échantillon évolue entre 0% et 14%, avec une moyenne de 2,2%. La moitié des observations de notre échantillon montrent un taux de rendement d'au moins 2%. Sur 17% des

observations (soit 161), le taux de rendement est nul. Les données sont assez stables sur les 6 années.

Figure 6 – Histogramme du taux de rendement



1.2. NORMALITE DES DONNEES

La normalité de la variable taux de rendement est maintenant testée. Pour cela, nous avons effectué deux tests de normalité du taux de rendement, celui de Kolmogorov-Smirnov et celui de concentration et de symétrie. Ces tests ont été réalisés année par année et sur l'ensemble des années.

1.2.1. Test de Kolmogorov-Smirnov

Ce test a été présenté dans le Chapitre 5 – Section 3. Le tableau suivant donne les écarts absolus maximums et les probabilité correspondantes de rejet à tort de l'hypothèse nulle H0 (H0 : la distribution suit une loi normale).

Tableau 26 – Paramètres du test de Kolmogorov-Smirnov sur le taux de rendement

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Toutes années
Ecart absolu max	0,18	0,16	0,12	0,13	0,12	0,10	0,14
Probabilité	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pour l'ensemble de nos données, la probabilité pour que les valeurs empiriques des écarts absolus maximums soient inférieures au seuil critique est inférieure à 1%. L'hypothèse de normalité du taux de rendement doit donc être rejetée.

1.2.2. Test de symétrie et de concentration du niveau des dividendes

Les coefficients de symétrie et de concentration ont été présentés au Chapitre 5 – Section 3. Le tableau suivant donne les valeurs empiriques des coefficients d'asymétrie et de concentration du taux de rendement, pour chaque année et sur l'ensemble de la période.

Tableau 27 – Paramètres du test de symétrie et de concentration sur le taux de rendement

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Toutes années
Coefficient de Symétrie	2,24	1,48	0,80	1,07	1,41	0,82	1,39
Coefficient de Concentration	7,29	2,57	0,32	1,91	3,34	0,84	3,19

Sur la majorité des années, les coefficients de symétrie et de concentration sont fortement éloignés de 0. Cela confirme la non normalité de notre variable à expliquer. La distribution statistique du taux de rendement apparaît plus concentrée (coefficient de concentration positif) que la loi normale, et tend vers les valeurs les plus faibles (coefficient de symétrie positif).

$\Rightarrow$ Au vu des résultats des tests de Kolmogorov-Smirnov et des coefficients de symétrie et de concentration, on ne peut que rejeter l'hypothèse de normalité du taux de rendement, quelle que soit la période.

Comme nous l'avons vu au Chapitre 5 – Section 3, la taille de notre échantillon étant suffisamment grande, les tests paramétriques sont robustes par rapport à la violation de l'hypothèse de normalité.

2. APERÇU DE L'ACTIONNARIAT DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Ce paragraphe a pour objectif de décrire l'actionnariat des entreprises de notre échantillon afin de donner un aperçu de l'actionnariat des entreprises françaises.

Pour cela, nous présentons quelques statistiques descriptives de l'actionnariat, du contrôle, de l'identité et du pouvoir des principaux actionnaires. Nous avons vérifié, grâce à une ANOVA, qu'il n'existait pas de différence significative entre les variables d'actionnariat selon les années et nous présentons donc les statistiques sur l'ensemble de la période.

2.1. STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT ET DU CONTROLE

Dans un premier temps, nous étudions la concentration de l'actionnariat, ainsi que la détention et le contrôle des principaux actionnaires.

Tableau 28 – Statistiques descriptives des mesures de concentration de l'actionnariat et du contrôle

Toutes années		Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
Concentration de l'actionnariat	**CONCACT**	0%	98%	**47%**	**50%**	0,24	-0,23	-1,05
	FLOTACT	0%	98%	52%	55%	0,24	-0,37	-0,82
Concentration du contrôle	**CONCONT**	0%	99%	**53%**	**59%**	0,26	-0,37	-1,04
	FLOTCON	0%	100%	56%	63%	0,26	-0,54	-0,79

L'actionnariat des entreprises est fortement concentré entre les mains des principaux actionnaires. L'analyse des statistiques montre que les trois premiers actionnaires détiennent en moyenne 47% du capital et 53% du contrôle. Dans la moitié des entreprises, ils détiennent au moins 50% du capital et 59% du contrôle.

Tableau 29 – Statistiques descriptives du contrôle et de la détention des trois premiers actionnaires

Toutes années		Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
1er actionnaire	**ACT1**	0%	98%	**36%**	33%	0,24	0,27	-1,10
	CONT1	0%	99%	**41%**	38%	0,26	0,18	-1,24
2ème actionnaire	**ACTBLOC2**	0%	38%	**8%**	6%	0,08	1,40	1,91
	CONTBLOC2	0%	36%	**8%**	6%	0,08	1,30	1,27
3ème actionnaire	**ACTBLOC3**	0%	21%	**3%**	1%	0,04	1,48	2,32
	CONTBLOC3	0%	24%	**3%**	2%	0,04	1,53	2,41

La forte concentration de l'actionnariat s'explique par la présence d'un premier actionnaire fort, plutôt que par la présence d'un groupe de contrôle. En effet, la détention et le contrôle du deuxième ou du troisième actionnaire sont, en moyenne, assez faibles.

Le premier actionnaire détient en moyenne 36% de l'actionnariat et 41% du contrôle, alors que le second et le troisième détiennent respectivement 8% et 3% de l'actionnariat et du contrôle. Plus de la moitié des entreprises ont un actionnaire qui détient au moins 33% des droits de vote, et 32,7% (39,3%) d'entre elles ont un actionnaire détenant plus de la moitié du capital (des droits de vote).

L'étude des corrélations entre la concentration de l'actionnariat et la détention des 3 premiers actionnaires confirme cette vision (Tableau 30). La concentration de l'actionnariat est fortement corrélée à l'actionnariat du premier actionnaire, mais peu corrélée à celui des deux suivants. En France, l'actionnariat est surtout concentré dans les mains du premier actionnaire.

Tableau 30 – Corrélation entre l'actionnariat du premier actionnaire et les trois mesures de concentration de l'actionnariat

Coefficient de Pearson	ACT1	ACTBLOC2	ACTBLOC3
Actionnariat des trois premiers actionnaires (CONCACT)	**0,914 *****	0,267***	0,019***
1-Flottant (FLOTACT)	**0,849 *****	0,308***	0,133***

**** Significatif à 1%*

Au-delà de la détention des trois premiers actionnaires, il est intéressant d'observer l'actionnariat des dirigeants et des fondateurs.

Tableau 31 – Statistiques descriptives du contrôle et de la détention des dirigeants et des fondateurs

Toutes années		Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
Dirigeants	**ACTDIR**	0%	83%	**22%**	**7%**	0,26	0,85	-0,78
	CONTDIR	0%	90%	25%	7%	0,30	0,76	-1,02
Fondateurs	**ACT**	0%	83%	**21%**	**3%**	0,26	0,88	-0,72
	CONT	0%	90%	24%	**5%**	0,29	0,78	-1,00

La moyenne de la détention actionnariale des dirigeants et des fondateurs dans les entreprises françaises est respectivement de 22% et 21%. Cependant, ce chiffre exprime mal la diversité des cas. Dans une majorité d'entreprises, leur détention est faible : les dirigeants ont moins de 7% de l'actionnariat, et les fondateurs moins de 3% de l'actionnariat et 5% du contrôle.

Dans 48,1% des entreprises, les fondateurs ne sont pas présents au capital, et dans 42,4%, les dirigeants détiennent moins de 1% du capital ou des droits de vote.

La forte corrélation entre l'actionnariat et le contrôle de ces deux acteurs montre que les fondateurs sont souvent les dirigeants de leur entreprise (Tableau 32).

Tableau 32 – Corrélation entre l'actionnariat et le contrôle des dirigeants et ceux des fondateurs

Coefficient de Pearson	Actionnariat des dirigeants	Contrôle des dirigeants	Actionnariat des fondateurs	Contrôle des fondateurs
Actionnariat des dirigeants	1			
Contrôle des dirigeants	0,990 ***	1		
Actionnariat des fondateurs	**0,878 *** **	0,866 ***	1	
Contrôle des fondateurs	0,865 ***	**0,871 *** **	0,990 ***	1

*** *Significatif à 1%*

L'observation des données de contrôle et d'actionnariat inspire une dernière remarque : les dirigeants, les fondateurs et les premiers actionnaires ont en moyenne plus de droits de vote que d'actions, au contraire des deuxièmes et troisièmes actionnaires.

2.2. IDENTITE DES PRINCIPAUX ACTIONNAIRES

Après avoir décrit la forme de l'actionnariat des entreprises françaises, intéressons-nous à l'identité des principaux actionnaires.

Tableau 33 – Fréquence des différentes identités des trois premiers actionnaires

Le total de chaque colonne est différent de 100% :
- *certaines entreprises n'ont pas de premier, deuxième ou troisième actionnaire identifié ;*
- *le deuxième et le troisième actionnaires n'appartiennent pas forcément à la même catégorie.*

	Identité du premier actionnaire	Identité du deuxième ou du troisième actionnaire
Banque	10,2%	15,2%
Famille	**47,4%**	**29,9%**
Etat	4,3%	2,6%
Entreprise	**20,7%**	22%
Investisseur institutionnel	11,7%	**30,6%**
Groupement de salariés	3,8%	14,6%

L'identité des principaux actionnaires est assez variée, même si les familles gardent une place privilégiée.

Les actionnaires principaux sont majoritairement des familles ou des entreprises, et rarement un état ou un groupement de salariés. Les banques et les investisseurs institutionnels représentent à eux deux 21,9% des premiers actionnaires.

L'identité des deuxièmes et troisièmes actionnaires est mieux répartie. Ce sont principalement des investisseurs institutionnels ou des familles, mais aussi des entreprises, banques ou groupements de salariés.

2.3. POUVOIR DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL

Les observations faites précédemment ont mis en avant l'importance de l'actionnariat et du contrôle du premier actionnaire. Le pouvoir de cet actionnaire est souvent renforcé par d'autres éléments, comme l'existence de droit de vote double, ou son statut de dirigeant ou de fondateur. C'est à ces variables de pouvoir que nous nous intéressons à présent.

Différence entre détention actionnariale et contrôle

Tableau 34 – Statistiques descriptives du rapport entre actionnariat et contrôle du premier actionnaire

Toutes années	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
RAPPOC	0,49	1,72	0,87	**0,91**	0,156	-0,05	1,01

Tableau 35 – Fréquence et mode de la variable PVOIR1

PVOIR1 – Toutes années	Pourcentage	Mode
Pas de droit de vote double	34,9%	
Droit de vote double	**65,1%**	**X**

RAPPOC est le rapport entre les actions détenues par le premier actionnaire et ses droits de vote. Dans la majorité des cas (médiane = 0,91), l'actionnaire a plus de droits de vote que ceux qu'il devrait détenir si le principe « une action = un droit de vote » était appliqué. Comme nous l'avons vu au Chapitre 2, cela augmente son pouvoir et le risque d'expropriation des minoritaires. L'observation de la variable PVOIR1 explique ce fait : dans 65,1% des sociétés françaises, un système de droit de vote double est mis en place. Cela permet aux principaux actionnaires de conserver leur pouvoir, malgré une dilution de leur actionnariat, mais aussi d'éloigner les risques d'OPA, puisque les droits de vote double ne peuvent être acquis qu'après une certaine durée de détention (en général, deux ans).

Importance relative du premier actionnaire par rapport aux autres actionnaires connus

Tableau 36 – Statistiques descriptives du pouvoir relatif de l'actionnaire principal

Toutes années	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
PVOIRACT	0	9848 [140]	244	1,98	1187	5,54	30,72
PVOIRCONT	0	9915 [140]	723	2,34	2158	2,91	6,81

Les deux variables décrites dans le tableau ci-dessus rendent compte du pouvoir relatif du premier actionnaire par rapport aux autres actionnaires connus. Etant donné la forte dispersion de ces variables, il est surtout instructif d'étudier la médiane[140]. Elle montre que, pour la moitié des entreprises, la détention (le contrôle) du premier actionnaire est 1,98 (2,34) fois plus forte que celle (celui) de tous les autres actionnaires connus. Ces deux ratios confirment le fait que l'actionnariat des entreprises françaises est très fortement concentré dans les mains du premier actionnaire.

Premier actionnaire, dirigeant et fondateur

Au-delà de son actionnariat, l'actionnaire principal peut tirer son pouvoir de son rôle de dirigeant ou de fondateur. C'est ce que nous étudions à travers les variables PVOIR2 et PVOIR3.

Tableau 37 – Fréquence et mode des variables PVOIR2 et PVOIR3

PVOIR2 – Toutes années	Pourcentage	Mode
Le Président ou le Directeur Général n'est pas un des trois premiers actionnaires	47,8%	
Le président ou le Directeur Général est un des trois premiers actionnaires	**52,2%**	**X**
PVOIR3 – Toutes années	**Pourcentage**	**Mode**
L'actionnaire principal n'est pas un des fondateurs	**58,9%**	**X**
L'actionnaire principal est un des fondateurs	41,1%	

Dans 52,2% des entreprises, les principaux actionnaires sont aussi dirigeants. Cela leur permet d'exercer un double pouvoir de contrôle et de gestion, dangereux pour les intérêts des minoritaires.

[140] Un rapport actionnarial supérieur à 100 ayant peu de signification, nous avons borné cette variable. Tous les rapports supérieurs à 100 ont été ramenés à 100 pour la suite de l'analyse.

De plus, dans 41,1% des entreprises, l'actionnaire principal est aussi un des fondateurs de l'entreprise. Ce statut particulier peut donner un pouvoir important à l'actionnaire. Ses décisions s'imposent plus fortement du fait du prestige acquis en ayant créé la société.

⇒ Le pouvoir de l'actionnaire principal, déjà fort du fait de l'importance relative de sa détention, est accru par l'existence de droits de vote double et par le fait qu'il est souvent dirigeant ou fondateur de l'entreprise.

Conclusion sur l'actionnariat des sociétés françaises

Les observations sur la structure de l'actionnariat et sur l'identité des principaux actionnaires rappellent les conclusions de Barca et Becht (2001). L'actionnariat français ressemble à celui des autres pays d'Europe Continentale. Il est concentré, avec un premier actionnaire important, majoritairement une famille ou une entreprise, et un second actionnaire dont le pouvoir est faible.

Le pouvoir du premier actionnaire est d'autant plus fort qu'il cumule souvent les rôles de dirigeant, d'actionnaire principal et de fondateur. De plus, l'existence de droit de vote double dans une majorité d'entreprises françaises augmente le pouvoir de l'actionnaire principal, en déconnectant le niveau de son contrôle de celui de son actionnariat.

La France, du fait de ces différentes caractéristiques, apparaît comme un terrain propice à l'étude des conséquences des conflits qui opposent les actionnaires majoritaires aux actionnaires minoritaires.

3. APERÇU DE LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Ce paragraphe a pour objectif de décrire les mécanismes de gouvernance des entreprises de notre échantillon et par là même de donner un aperçu de la gouvernance des entreprises françaises.

Nous nous intéressons ici à plusieurs mécanismes : la dette (3.1.), les conseils d'administration ou de surveillance (3.2.) et les stock-options (3.3.).

Grâce à une ANOVA nous avons testé la stationnarité des différentes variables. Le niveau de l'endettement et des stock-options n'a pas évolué significativement au cours des 6 années d'étude. En revanche, nous avons noté une évolution significative de certaines caractéristiques du conseil au cours des années. Pour ces dernières variables, nous décrirons les données année après année. Pour les autres, nous nous contenterons d'une étude sur l'ensemble des années.

3.1. NIVEAU DE LA DETTE

La dette est un mécanisme de gouvernance à plusieurs titres. Elle permet une surveillance accrue des dirigeants par les créanciers, mais oblige aussi les dirigeants à limiter leurs abus afin de ne pas risquer la faillite de l'entreprise.

Les entreprises de notre échantillon sont peu endettées. La moitié a moins de 25% de dettes financières à son passif, et moins de 16% de dettes à long terme. 92,7% ont moins de 50% de dettes au passif.

Tableau 38 – Statistiques descriptives du niveau des dettes totales et à long terme

Toutes années	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
DETTETOT	0%	110%	**25%**	25%	0,16	0,50	0,41
DETTELT	0%	84%	**16%**	15%	0,14	0,97	1,13

3.2. CARACTERISTIQUES DES CONSEILS D'ADMINISTRATION OU DE SURVEILLANCE

La littérature scientifique a du mal à s'accorder sur les critères d'efficacité du conseil en matière de contrôle des dirigeants. Pourtant, depuis une dizaine d'années, des codes de bonne gouvernance préconisent la façon dont doit être structuré un conseil, et conseillent sur la taille, la présence de comités ou de membres indépendants.

Ce paragraphe a pour objectif de faire le point sur la forme des conseils et sur les influences qu'ils subissent.

3.2.1. Type de conseil

La France constitue un cas particulier du fait que deux types de conseils sont autorisés. Une société française peut structurer son organe de contrôle sous la forme d'un conseil d'administration ou d'un conseil de surveillance avec directoire.

A travers notre échantillon, nous voyons la prédominance des conseils d'administration (70,6%). Il n'y a pas eu d'évolution significative de cette proportion entre 2000 et 2005.

Tableau 39 – Fréquence et mode du type de conseil – TYPECONS

Toutes années	Pourcentage	Mode
Conseil d'administration	**70,6%**	**X**
Conseil de surveillance	29,4%	

3.2.2. Taille du conseil

En moyenne, les conseils des entreprises de notre échantillon ont 9,86 membres et la moitié des conseils ont moins de 10 membres.

89,6% des entreprises respectent les recommandations de l'AFG-ASFFI et ont des conseils composés de moins de 16 membres. En revanche, seulement 58% des conseils comportent moins de 9 membres tel que le conseillent Lipton et Lorsch (1992) ou Jensen (1993).

La taille des conseils n'a pas significativement évolué entre 2000 et 2005.

Tableau 40 - Statistiques descriptives du nombre de membres du conseil

Toutes années	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
MBRCA	3	22	**9,86**	**10**	4,22	0,39	-0,52

Tableau 41 – Fréquence et mode des variables binaires de taille du conseil

Toutes années		Pourcentage	Mode
Le conseil comporte moins de 16 membres	Non	10,4%	
	Oui	**89,6%**	**X**
Le conseil comporte moins de 9 membres (MBRCA2)	**Non**	**58%**	**X**
	Oui	42%	

3.2.3. Indépendance du conseil

Les codes de bonne gouvernance émettent de nombreuses recommandations concernant l'indépendance des membres du conseil, et ceci malgré le manque d'évidence empirique sur leur capacité à contrôler[141]. Cela a eu pour conséquence une hausse significative du nombre d'administrateurs indépendants entre 2000 et 2005.

[141] Voir Wirtz (2006) pour une appréciation critique des dogmes édités par les codes de bonne gouvernance.

Tableau 42 - Statistiques descriptives du nombre de membres indépendants du conseil

INDCA1	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
Toutes années	0	16	**3,41**	3	2,95	0,85	0,55
2000	0	14	**2,74**	2	2,91	1,46	2,52
2001	0	14	2,9	2	2,9	1,24	1,57
2002	0	15	3,19	3	2,9	0,83	0,64
2003	0	16	3,58	3	2,96	0,82	0,9
2004	0	13	3,89	4	2,94	0,59	-0,2
2005	0	14	**4,01**	4	2,90	0,53	-0,1

Tableau 43 - Statistiques descriptives du pourcentage de membres indépendants du conseil

INDCA1	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
Toutes années	**0%**	**100%**	**32%**	33%	0,24	0,24	-0,83
2000	0%	92%	**25%**	24%	0,23	0,58	-0,46
2001	0%	92%	27%	25%	0,23	0,55	-0,40
2002	0%	94%	30%	33%	0,25	0,35	-0,75
2003	0%	94%	34%	33%	0,24	0,11	-0,89
2004	0%	87%	36%	36%	0,24	-0,03	-0,94
2005	0%	100%	**38%**	38%	0,24	0,01	-0,72

Tableau 44 – Fréquence et mode de la variable INDCA3

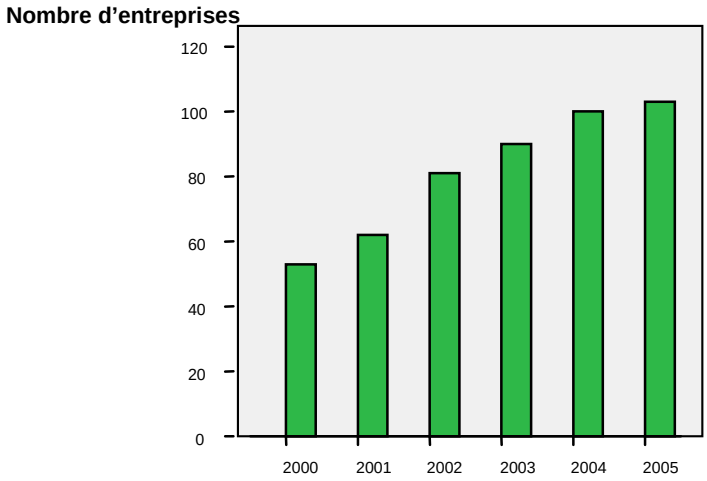
Toutes années	Pourcentage	Mode
Le conseil n'a pas un tiers d'indépendants	48,4%	
Le conseil a plus d'un tiers d'indépendants	**51,6%**	**X**

En moyenne sur toutes les années, les conseils comportent 3,41 membres indépendants, ce qui représente 32% du conseil. Ce chiffre est passé de 2,74 membres indépendants (25%) à 4,01 (38%) entre 2000 et 2005. Certains conseils ne comptent aucun membre indépendant, alors que d'autres en sont entièrement constitués.

51,6% des entreprises de notre échantillon respecte les recommandations de l'AFG-ASFFI, qui préconisent au moins un tiers de membres indépendants.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du nombre de conseils respectant le tiers de membres indépendants entre 2000 et 2005.

Figure 7 – Evolution du nombre d'entreprises ayant plus du tiers des membres du conseil indépendants



3.2.4. Dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général

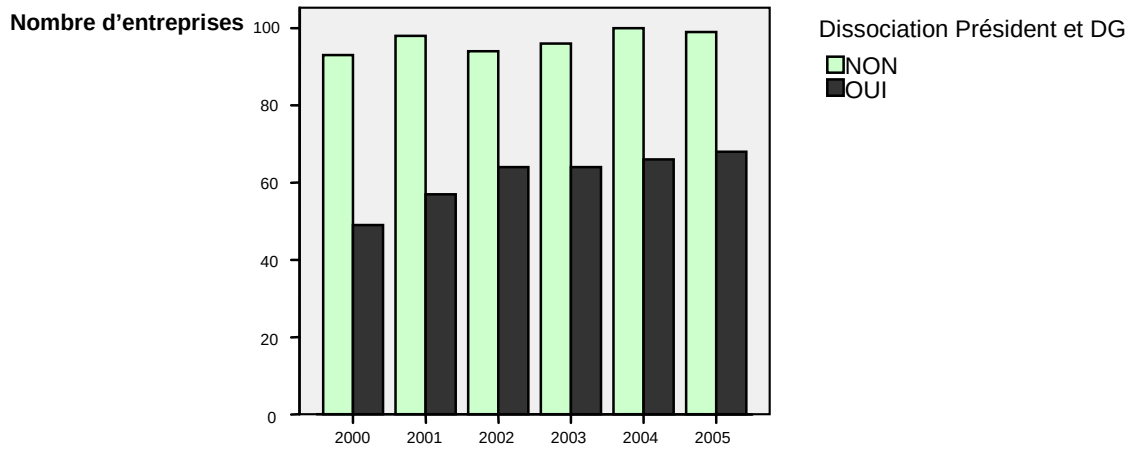
Une autre recommandation en terme de structure du conseil concerne la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général. Cette dissociation est obligatoire dans les entreprises à conseil de surveillance, elle est par contre facultative dans les sociétés à conseil d'administration.

Dans la majorité des entreprises (61,2%) et dans 85,8% des sociétés à conseil d'administration, les deux fonctions sont rassemblées. Cette proportion a évolué significativement entre 2000 et 2005 comme le montre la Figure 8. Les entreprises ont de plus en plus tendance à dissocier les deux fonctions, certainement pour se conformer aux pratiques de bonne gouvernance.

Tableau 45 – Fréquence et mode de la variable DISSPDG

Toutes années	Pourcentage	Mode
Fusion des postes de Président et DG	**61,2%**	**X**
Dissociation des postes de Président et DG	38,8%	

Figure 8 – Evolution du nombre d'entreprises ayant dissocié les fonctions de Président et DG



3.2.5. Comités du conseil

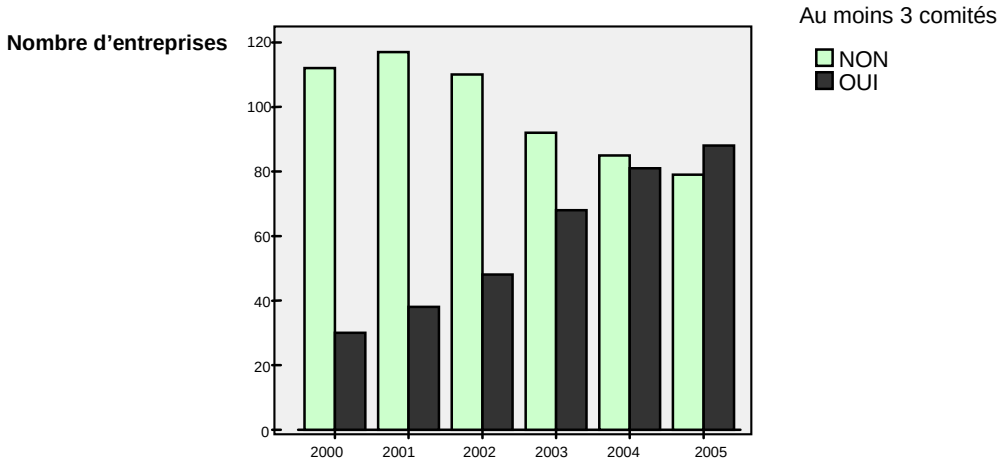
La création de comités assistant le conseil est aussi préconisée par les codes de bonne gouvernance. L'AFG-ASFFI recommande la création d'au moins trois comités distincts : comité de sélection, comité d'audit et comité de rémunération.

Seulement 37,2% des entreprises, en moyenne sur les 6 années, respectent cette recommandation. Cependant, cette proportion a évolué significativement entre 2000 et 2005, comme le montre la Figure 9 ci-dessous.

Tableau 46 – Fréquence et mode de la variable COMITECA2

Toutes années	Pourcentage	Mode
Le conseil n'est pas assisté d'au moins 3 comités	**62,8%**	**X**
Le conseil est assisté d'au moins 3 comités	37,2%	

Figure 9 – Evolution du nombre d'entreprises avec au moins 3 comités



En 2000, seule la moitié des entreprises avait au moins un comité, alors qu'en 2005, la moitié en a au moins deux. Le mode est passé de 0 en 2000, à 3 en 2005.

Tableau 47 - Statistiques descriptives du nombre de comités de rémunération, nomination et audit

COMITECA1	Min	Max	Moyenne	Médiane	Mode	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
Toutes années	0	3	1,68	2	3	1,24	-0,29	-1,54
2000	0	3	1,21	**1**	**0**	1,21	0,32	-1,50
2001	0	3	1,34	1	0	1,22	0,15	-1,58
2002	0	3	1,53	2	0	1,22	-0,08	-1,58
2003	0	3	1,83	2	3	1,21	-0,48	-1,37
2004	0	3	2,01	2	3	1,17	-0,77	-0,97
2005	0	3	2,09	**3**	**3**	1,16	-0,91	-0,72

3.2.6. Influence du fondateur sur le conseil

Certaines caractéristiques du conseil permettent, en théorie, d'en améliorer l'efficacité. Cependant, pour apprécier la qualité du contrôle exercé par les conseils, il faut aussi étudier les éléments qui détériorent ce contrôle. C'est par exemple le cas de la présence de fondateurs parmi les dirigeants ou au conseil.

Nous avons vu plus haut, lors de la description de l'actionnariat que les fondateurs étaient souvent les dirigeants de l'entreprise. Les tableaux ci-dessous montrent qu'ils en sont aussi des actionnaires importants et qu'ils siégent dans 53,3% des conseils de notre échantillon.

Tableau 48 – Statistiques descriptives du contrôle et de la détention des fondateurs

Toutes années	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
FONDCA2	0%	83%	21%	3%	0,26	0,88	-0,72
FONDCA3	0%	90%	24%	5%	0,29	0,78	-1,00

Tableau 49 – Fréquence et mode de la variable FONDCA1

Toutes années	Pourcentage	Mode
Le fondateur n'est pas présent au conseil	46,7%	
Le fondateur est présent au conseil	**53,3%**	**X**

⇒ Conclusion sur les caractéristiques du conseil

La forme des conseils d'administration a évolué significativement depuis 2000. Le nombre de membres indépendants, de comités, ou d'entreprises où les fonctions de président et de directeur général sont dissociées a augmenté. Nous pensons que cette évolution est en partie due au développement des codes de bonne gouvernance, qui insistent fortement sur la structure que les conseils doivent avoir[142].

Cependant, cette évolution doit continuer. L'influence des fondateurs sur les conseils reste importante et la forte concentration de l'actionnariat en France empêche certainement un contrôle efficace des entreprises par leur conseil.

3.3. DESCRIPTION DU NIVEAU DES STOCK-OPTIONS

Le dernier mécanisme que nous présentons est la stock-option.

Son utilisation n'a pas évolué significativement entre 2000 et 2005. Les entreprises distribuent en moyenne 0,23% de leur capital à leurs dirigeants sous forme d'options, et ces derniers détiennent l'équivalent de 0,95% du capital de leur société sous forme de stock-options.

Certaines entreprises ne distribuent pas de stock-option à leurs dirigeants chaque année (44,1% de nos observations) et des managers n'en détiennent aucune (24,2% de nos observations).

A l'inverse, certaines entreprises distribuent beaucoup de stock-options (13% des distributions sont supérieures à 1% du capital). Les managers détiennent alors des quantités importantes d'options (dans 48,1% des observations, les managers détiennent au moins 1% du capital sous forme d'options).

Tableau 50 – Statistiques descriptives du niveau des stock-options

Toutes années	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Coef. Sym.	Coef. Concent.
Stock-options distribuées (STOCKOPT1)	0%	9%	**0,23%**	0,05%	0,006	7,77	90,20
Stock-options détenues (STOCKPOT2)	0%	10%	**0,95%**	0,46%	0,014	3,13	13,38

[142] Voir Wirtz (2006) pour une appréciation critique des dogmes édités par les codes de bonne gouvernance.

Conclusion de la Section 1

La Section 1 a présenté quelques statistiques sur les variables de notre modèle explicatif du niveau des politiques de distribution. Cette description nous a donné une meilleure connaissance statistique de notre échantillon et de nos variables. Cette démarche est nécessaire avant tout test d'hypothèses.

Ce travail a aussi permis une description de la structure des entreprises françaises et de l'évolution de leur gouvernance. Plusieurs points nous semblent importants :

Tout d'abord, il ressort de cette étude que l'actionnariat des sociétés françaises est très concentré. Cette concentration se caractérise par un premier actionnaire très puissant et des deuxièmes et troisièmes actionnaires beaucoup plus modestes. L'actionnariat est détenu majoritairement par des familles ou des entreprises, et dans une moindre mesure par des institutionnels.

Ensuite, ce travail a éclairé l'évolution de la structure des conseils d'administration ou de surveillance. Les conseils ont plus d'administrateurs indépendants, plus de comités et dissocient plus les fonctions de président et de directeur général en 2005 qu'en 2000.

SECTION 2 – RESULTATS DES TESTS DES HYPOTHESES EXPLICATIVES DES MONTANTS DE DISTRIBUTION

La Section 2 présente les résultats du test des hypothèses de notre premier modèle de recherche. Cette section comporte 6 paragraphes :

- le premier (1.) prépare l'étude quantitative en s'intéressant aux corrélations entre variables explicatives et à la présence d'effets spécifiques ;
- le deuxième paragraphe (2.) teste et discute les relations entre montants de distribution et déterminants des conflits d'agence ;
- le troisième paragraphe (3.) teste et discute les relations entre montants de distribution et variables d'actionnariat ;
- le quatrième paragraphe (4.) teste et discute les relations entre montants de distribution et variables de gouvernance ;
- le cinquième paragraphe (5.) teste le modèle complet intégrant l'ensemble des variables explicatives ;
- enfin, le sixième paragraphe (6.) démontre la fiabilité de nos résultats.

1. PREPARATION DE L'ETUDE QUANTITATIVE

Avant de présenter les résultats de notre étude empirique et afin d'éviter les problèmes de colinéarité entre variables, nous étudions, dans un premier temps, les relations entre variables explicatives (1.1.).

Dans un second temps, afin de savoir s'il est nécessaire d'exploiter la dimension panel de notre échantillon, nous regardons si les comportements des entreprises en matière de distributions sont hétérogènes et s'ils évoluent dans le temps. Nous testons pour cela l'existence d'effets spécifiques et réfléchissons à leur modélisation (1.2.).

1.1. ETUDE DES RELATIONS ENTRE VARIABLES EXPLICATIVES

Nous avons examiné les relations entre les variables explicatives de notre étude empirique pour extraire des traitements statistiques celles qui ne répondraient pas au critère d'indépendance.

Etant donné la nature différente de nos variables (métrique et binaire), nous avons calculé trois types d'indices de relation :

- le coefficient de corrélation de Pearson qui mesure la force de la relation entre deux variables métriques ;
- le coefficient Phi qui mesure la force de la relation entre deux variables nominales binaires ;
- le point bisérial qui mesure la force de la relation entre une variable nominale binaire et une variable métrique.

L'Annexe 5 présente la matrice de corrélation complète.

La littérature considère traditionnellement que l'existence d'une corrélation supérieure à 0,6 peut entraîner des problèmes de colinéarité. Nous avons donc recensé toutes les corrélations supérieures à ce seuil (voir Tableau 51).

Tableau 51 – Synthèse des corrélations entre variables explicatives supérieures à 0,6

	CONCACT	CONCONT	FLOTACT	FLOTCONT	ACT1	CONT1	ACTMAJ1	ACTMAJ2	RAPPOCACTMAJ
CONCACT	*1,000*								
CONCONT	*0,968*	*1,000*							
FLOTACT	*0,959*	*0,935*	*1,000*						
FLOTCONT	*0,941*	*0,967*	*0,970*	*1,000*					
ACT1	**0,914**	**0,896**	**0,849**	**0,840**	*1,000*				
CONT1	**0,886**	**0,914**	**0,819**	**0,851**	*0,976*	*1,000*			
ACTMAJ1	**0,792**	**0,777**	**0,716**	**0,717**	**0,870**	**0,857**	*1,000*		
ACTMAJ2	**0,780**	**0,803**	**0,711**	**0,737**	**0,836**	**0,854**	*0,885*	*1,000*	
RAPPOCACTMAJ	**0,797**	**0,752**	**0,724**	**0,702**	**0,864**	**0,819**	**0,984**	**0,865**	*1,000*

	PVOIR2	PVOIR3	ACTDIR	CONTDIR	FAM1	FONDCA1	FONDCA2	FONDCA3
PVOIR2	*1,000*							
PVOIR3	**0,671**	*1,000*						
ACTDIR	**0,762**	**0,711**	*1,000*					
CONTDIR	**0,779**	**0,724**	*0,990*	*1,000*				
FAM1	**0,730**	**0,856**	**0,739**	**0,754**	*1,000*			
FONDCA1	**0,750**	**0,774**	**0,625**	**0,639**	**0,668**	*1,000*		
FONDCA2	**0,663**	**0,843**	**0,878**	**0,866**	**0,713**	*0,740*	*1,000*	
FONDCA3	**0,676**	**0,863**	**0,865**	**0,871**	**0,734**	*0,757*	*0,990*	*1,000*

	DISSPDG	INDCA1	INDCA2	INDCA3	TYPECONS	RECOAFG
DISSPDG	*1,000*					
INDCA1	*0,078*	*1,000*				
INDCA2	*0,118*	*0,874*	*1,000*			
INDCA3	*0,148*	*0,725*	*0,835*	*1,000*		
TYPECONS	**- 0,782**	*- 0,033*	*- 0,135*	*- 0,163*	*1,000*	
RECOAFG	*0,558*	*0,534*	**0,624**	**0,663**	*- 0,428*	*1,000*

	MBRECA	COMITECA1	LOGCAPI
MBRECA	*1,000*		
COMITECA1	*0,591*	*1,000*	
LOGCAPI	**0,690**	**0,609**	*1,000*

Au-delà des fortes corrélations entre les différentes mesures d'une même variable (qui ne sont pas problématiques car nous ne les insérerons jamais ensemble dans une régression), ce tableau révèle plusieurs problèmes :

- corrélations importantes entre les mesures de concentration de l'actionnariat, du contrôle et de l'actionnariat du premier actionnaire et ACTMAJ1 et ACTMAJ2 ;
- corrélations importantes entre les mesures de l'actionnariat des dirigeants, des fondateurs, FAM1, PVOIR2 et PVOIR3. En effet, nous avons vu qu'il était fréquent que la famille du premier actionnaire soit à la fois le dirigeant de l'entreprise et son fondateur ;
- corrélation importante entre la variable TYPECONS et DISSPDG. En effet, la dissociation entre les fonctions de direction et de présidence est fortement liée au type de conseil, puisque la séparation est systématique dans les conseils de surveillance ;
- corrélation importante entre les mesures d'indépendance du conseil (INDCA2 et INDCA3), et RECOAFG.
- corrélation importante entre la variable de taille de l'entreprise (LOGCAPI) et le nombre de membres du conseil (MBRECA) ou le nombre de comités (COMITECA1).

Pour ne pas avoir de problème de colinéarité, nous éviterons d'introduire ces variables dans une même régression. De plus, nous vérifierons systématiquement les indices de conditionnement (qui doivent être <30) et de colinéarité (VIF<4)[143].

1.2. EFFETS SPECIFIQUES ET POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES ENTREPRISES FRANÇAISES

L'échantillon de notre étude empirique est constitué de données de panel. Ces données offrent une richesse d'information supplémentaire par rapport à des coupes transversales ou des séries temporelles. La double dimension des données de panel permet de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité. Elle permet de contrôler l'influence des caractéristiques non observables des entreprises sur leur comportement.

Bien sur, l'avantage des données de panel n'existe que si la population est hétérogène ou évolue dans le temps. Il est donc nécessaire, dans un premier temps, de tester l'existence ou l'absence d'effets individuels ou temporels. En l'absence d'effets, les données pourront être traitées en linéaire. En revanche, s'il y a des effets spécifiques, il sera nécessaire de les modéliser et de les prendre en compte dans notre étude.

[143] Pour plus de détails sur ces indices, voir le Chapitre 5 – Section 3 – (3.1)

L'objectif de ce paragraphe est de tester l'existence d'effets individuels (1.2.1.) et temporels (1.2.2.) et, en présence de tels effets, de déterminer la façon dont ils seront pris en compte.

1.2.1. Effets spécifiques individuels et Test de Hausman

Dans un premier temps, nous nous intéressons à l'hétérogénéité des comportements des entreprises. Au-delà des variables que nous prenons en compte dans cette étude, existe-t-il des caractéristiques propres à chaque entreprise qui expliquent leur politique de distribution ?

Test de l'existence ou de l'absence d'effets individuels

Comme nous l'avons vu au Chapitre 5 (Section 3 -1.3.), deux tests permettent de déterminer l'existence ou l'absence d'effets individuels : le test de Fisher et le test du multiplicateur de Lagrange.

Le Tableau 86 présente les résultats de ces deux tests sur trois exemples de régressions comprenant la majorité de nos variables explicatives.

Sur ces trois régressions, les tests sont significatifs à 1%, démontrant la nécessité d'introduire des effets spécifiques individuels dans nos analyses. Nous avons réalisé ces tests pour toutes les régressions que nous présentons dans ce chapitre et le résultat est identique.

⇒ Les tests réalisés confirment l'existence d'effets spécifiques individuels.
Il est donc nécessaire de modéliser l'hétérogénéité des comportements des entreprises pour ne pas biaiser les résultats issus de nos régressions.

Test de Hausman

Pour modéliser les effets spécifiques individuels, nous avons vu au Chapitre 5 qu'il existe deux solutions : le modèle à effets fixes et le modèle à erreurs composées. Le test de Hausman permet de choisir la modélisation la plus efficiente.

Pour cela, Hausman propose de comparer les deux modélisations et de tester l'hypothèse nulle H0 d'absence de différence entre les deux régressions. Si l'hypothèse H0 est acceptée, on préférera le modèle à erreurs composées. En revanche, s'il existe des divergences, cela signifie que le modèle à erreurs composées n'est pas efficient et le modèle à effets fixes doit être choisi.

Le Tableau 86 présente les résultats du test sur trois exemples de régressions comprenant la majorité de nos variables explicatives. Le test de Hausman est significatif à 5% pour nos trois exemples. Ainsi, il existe des différences systématiques entre la modélisation à effets fixes et

celle à effets aléatoires. Le modèle à erreurs composées n'est donc pas efficient et il faut choisir de modéliser les effets individuels par des effets fixes.
Nous avons réalisé ce test pour la majorité de nos régressions et les résultats sont identiques.

⇒ Suite au test d'Hausman, nous choisissons de modéliser l'hétérogénéité des comportements des entreprises par un modèle à effets fixes

1.2.2. Effets spécifiques temporels

Nous nous intéressons à présent à l'hétérogénéité des comportements des entreprises dans le temps. La façon dont sont décidées les politiques de distribution évolue-t-elle dans le temps ? Existe-t-il des spécificités propres à chaque période dans la façon dont sont déterminées les politiques de distribution ?
Pour répondre à cette question, nous avons introduit 5 variables binaires annuelles[144] et testé leur significativité par un test de Fischer.

Le Tableau 86 présente les résultats de ce test. On observe qu'aucune variable année n'est significative au seuil de 10%. De plus, le test de Fischer rejette largement la significativité de ces effets temporels.
Les modes de décision des entreprises n'ont donc pas évolué sur la période de notre étude. Les déterminants des politiques de distribution peuvent être considérés comme stables sur cette période.
De nouveau, ce résultat est valable pour les trois exemples présentés dans le Tableau 86, ainsi que pour l'ensemble des régressions présentées dans cette étude.

⇒ Sur nos 6 années d'étude, il n'existe pas d'effet temporel dans les décisions de distributions. Nous ne tiendrons donc pas compte des années dans la suite de ce travail.

[144] Nous n'avons pas introduit 6 variables binaires, mais 5 (2000, 2001, 2002, 2003, 2004) pour éviter les problèmes de colinéarité. Chaque variable est égale à 1 si l'observation est située dans l'année et 0 sinon.

Tableau 52 – Test de l'existence d'effets spécifiques individuels et temporels et Test de Hausman

	FE (1)	RE (1)	FE (2)	RE (2)	FE (3)	RE (3)
OPPINVT2	0.0054***	0.0061***	0.0056***	0.0062***	0.0052***	0.0062***
CASHFL2	0.0255*	0.0488***	0.0264**	0.0499***	0.0239*	0.0489***
CONCONT	-0.00274	0.00589				
PVOIRACT	-0.0001***	-0.0001***	-0.0001***	-0.0001***	-0.0001***	-0.0001***
CONTDIR	0.00464	-0.00528			0.00471	-0.00340
ACT1			0.000613	0.00777		
ACTMAJ1					-0.00354	0.000956
CONTBLOC2	-0.0311**	-0.0433***	-0.0340**	-0.0358***	-0.0357***	-0.0375***
DETTETOT	-0.0100	0.00281	-0.0103	0.00288	-0.00941	0.00248
MBRCA	0.000112	0.0007**	0.0000586	0.00069**	0.000151	0.0007***
DISSPDG	0.00253	0.00206			0.00242	0.00219
COMITECA1	-0.000572	-0.000595	-0.000552	-0.000574	-0.000545	-0.000628
INDCA1	0.00097**	0.00087**	0.00095**	0.00089**	0.000905*	0.00078**
FONDCA2			0.00701	-0.00784		
TYPECONS			-0.000277	-0.00158		
STOCKOPT1	-0.0552	-0.108	-0.0551	-0.101	-0.0542	-0.108
CONSTANTE	0.0203***	0.00925**	0.0205***	0.0110***	0.0208***	0.0107***
VARIABLES ANNEES	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Test Fischer significativité des effets individuels	6,30***		6,22***		6,35***	
Test du multiplicateur de Lagrange		495,96***		490***		498,52***
Test de Hausman	28,31**		27,34**		31,54**	
Test Fischer significativité des effets temporels	0,84 P=51,96%		0,80 P=55,25%		0,86 P=51,06%	

FE (X) présente la régression X avec effets fixes. RE(X) présente la régression X avec effets aléatoires.
Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1), NS : Non significatif.

Maintenant que nous avons précisé la modélisation des effets spécifiques et repéré les variables potentiellement colinéaires, nous pouvons procéder aux tests des hypothèses de notre premier modèle de recherche.

2. ETUDE DE LA RELATION ENTRE POLITIQUE DE DISTRIBUTION ET DETERMINANTS DES CONFLITS D'AGENCE

Ce paragraphe teste l'existence de liens entre politique de distribution et déterminants des conflits d'agence (Hypothèses H1). Plusieurs analyses sont proposées :

– des analyses bivariées commentées au point (2.1), mais présentées en Annexe 6 ;

– des régressions multivariées **avec effets fixes**, intégrant l'ensemble des variables « déterminants des conflits d'agence » (2.2.);

– des régressions multivariées **sur données moyennes**, intégrant les variables « déterminants des conflits d'agence » (2.3).

A la page 334, un tableau synthétise ces résultats. Nous les discutons au point (2.4.), ainsi qu'à la fin de ce chapitre.

2.1. ANALYSES BIVARIEES

Nous présentons succinctement les relations existant entre le taux de rendement et chacun des déterminants des conflits d'agence, pris séparément. Les tableaux de résultats sont présentés dans l'Annexe 6.

– **Influence du risque de Free Cash Flow**

Influence du niveau des opportunités d'investissement

Les résultats des analyses bivariées montrent que le niveau des opportunités d'investissement influence négativement et significativement le taux de rendement pour 3 des 4 mesures utilisées (toutes sauf OPPINVT). Cela confirme l'hypothèse H1-A.

Influence du niveau des ressources disponibles

Les résultats des analyses bivariées montrent que le niveau des flux de liquidités influence positivement le taux de rendement, conformément à l'hypothèse H1-B.

CASHFL2 est la mesure la plus significative. Ainsi, le résultat opérationnel influence davantage le taux de rendement que la capacité d'autofinancement (CASHFL1). En revanche, l'influence des stocks de liquidités est négative, mais non significative.

– **Influence de la concentration de l'actionnariat**

Les résultats des analyses bivariées, ainsi que l'inspection visuelle du nuage de points, montrent l'existence d'une relation de forme concave décroissante, et significative entre la concentration de l'actionnariat et le taux de rendement. Seules les mesures élevées au carré, et principalement les mesures de concentration du contrôle, influencent significativement le taux de rendement[145]. Ainsi, la distribution est forte et assez stable lorsque l'actionnariat est faiblement ou moyennent concentré. En revanche, elle est faible et décroît rapidement lorsque l'actionnariat est concentré.
Cela infirme l'hypothèse H1-C bis qui avait fait l'hypothèse d'une relation en forme de U inversé, et non d'une relation de forme concave décroissante.

– **Influence du pouvoir de l'actionnaire principal**

Rapport entre détention actionnariale et contrôle (RAPPOC)

Lorsqu'un actionnaire majoritaire est présent au capital d'une firme, le rapport de son actionnariat et de sa détention a une influence négative significative sur le taux de rendement. L'influence de ce rapport cesse quand il n'y a pas d'actionnaire majoritaire.
Cela va dans le sens de l'hypothèse H1-D : plus le premier actionnaire a de pouvoir, plus la distribution est forte.
Par contre, l'existence de droits de vote double dans les statuts d'une firme n'a pas d'effet sur la distribution.

Importance relative du premier actionnaire par rapport aux autres actionnaires (PVOIRACT – PVOIRCONT)

Plus le premier actionnaire a de contrôle ou d'actionnariat par rapport aux autres actionnaires connus, plus la distribution est faible. Cette relation est significative au seuil de 1%. Cela conforte l'hypothèse H1-Dbis.

Rôle de dirigeant ou de fondateur du premier actionnaire (PVOIR2 et PVOIR3)

Les entreprises dont l'actionnaire principal est un dirigeant ou le fondateur, distribuent significativement moins que les autres. PVOIR2 et PVOIR3 ont en effet une influence négative sur la distribution. Cela va dans le sens de l'hypothèse H1-Dbis

[145] Seule la variable X^2 est significative ; X ou $X+X^2$ ne fournissent aucun résultat significatif. Cela montre l'existence d'une relation de forme concave décroissante, et non pas une relation en forme de U inversé.

⇒ Le pouvoir de l'actionnaire principal semble avoir un effet négatif sur le taux de rendement, tel que prédit par notre hypothèse H1-D Bis. Seule l'influence de la variable RAPPOC est inverse. Il est donc nécessaire d'attendre les régressions multivariées pour conclure.

Conclusion des analyses bivariées

Les analyses bivariées confortent les hypothèses H1-A et H1-B quant à l'influence positive du risque de Free Cash Flow sur les montants distribués, mais offre un soutien mitigé à l'hypothèse H1-D bis quant à l'influence négative du pouvoir du premier actionnaire.

L'hypothèse H1-C bis sur l'existence d'une relation en forme de U inversé entre la concentration de l'actionnariat et le taux de rendement est mise à mal. La relation est en réalité de forme concave décroissante.

2.2. ANALYSES MULTIVARIEES

Nous testons à présent nos hypothèses H1 à travers des régressions multiples intégrant toutes les mesures des « déterminants des conflits d'agence ». De nouveau, ces résultats font l'objet d'un bref commentaire et seront discutés plus amplement dans la synthèse proposée au paragraphe (2.4.) et en fin de chapitre.

2.2.1. Influence du risque de Free Cash Flow

Hypothèse testée : H1.A.

Il existe une relation négative entre le niveau des opportunités de croissance de l'entreprise et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.

Hypothèse testée : H1.B.

Il existe une relation positive entre les liquidités de l'entreprise et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableaux 53 et 54)

Les régressions multivariées avec effets fixes confirment l'influence négative du niveau des opportunités d'investissement et l'influence positive des flux de trésorerie.

Le résultat opérationnel (CASHFL2) est la seule mesure des flux de trésorerie significative. La capacité d'autofinancement (CASHFL1) n'a pas d'influence significative. L'influence des stocks de liquidités n'est ni négative, ni significative lorsque d'autres « déterminants des conflits d'agence » sont insérés à la régression.

⇒ Les hypothèses H1-A et H1-B sont confortées par nos analyses multivariées. L'existence d'un risque de Free Cash Flow entraîne une distribution plus importante. Seule l'influence des stocks de liquidités apparaît non significative.

Tableau 53 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DE LA LIQUIDITE

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)
CASHFL1	+	*0.00939* *(1.05)*		
CASHFL2	+		**0.0277***** **(2.61)**	
CASHST	+			*0.00142* *(0.09)*
OPPINVT2	+	0.00464*** (3.02)	0.00509*** (3.36)	0.00450*** (2.71)
CONCONTCARRE	∩ ou ∪	-0.0118** (-2.10)	-0.0126** (-2.21)	-0.0127** (-2.15)
PVOIRACT	+ ou -	-0.0000909*** (-3.63)	-0.0000912*** (-3.71)	-0.0000918*** (-4.28)
CONSTANTE		0.0246*** (11.33)	0.0238*** (11.07)	0.0255*** (8.57)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non
R^2 within		3,64%	4,02%	3,29%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		64,65%	64,79%	64,52%
F		10,16***	11,04***	10,37***
Indice de conditionnement		4,64	4,69	5,47
Nombre d'observations		945		
Nombre d'entreprises		167		

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

Tableau 54 — Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DES OPPORTUNITES D'INVESTISSEMENT

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
OPPINVT	-	**-0.000623** **(-2.37)**			
OPPINVTMOY	-		**-0.000595**** **(-2.55)**		
OPPINVT2	+			**0.00509***** **(3.36)**	
OPPINVT3	+				**0.00339**** **(2.31)**
CASHFL2	+	0.0211* (1.83)	0.0262** (2.33)	0.0277*** (2.61)	0.0257** (2.38)
CONCONTCARRE	∩ ou ∪	-0.0126** (-2.22)	-0.0119** (-2.08)	-0.0126** (-2.21)	-0.0118** (-2.00)
PVOIRACT	+ ou -	-0.000087*** (-3.52)	-0.000086*** (-3.47)	-0.000091*** (-3.71)	-0.000089*** (-3.6)
CONSTANTE		0.0277*** (14.37)	0.0272*** (14.18)	0.0238*** (11.07)	0.0246*** (10.98)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non
R^2 within		2,80%	2,63%	4,02%	2,86%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		64,34%	64,28%	64,79%	64,36%
F		7,08***	7,03***	11,04***	7,13***
Indice de conditionnement		4,05	4,09	4,69	4,66
Nombre d'observations		945			
Nombre d'entreprises		167			

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

2.2.2. Influence de la concentration de l'actionnariat

Hypothèse testée : H1- C (H1 – C bis)

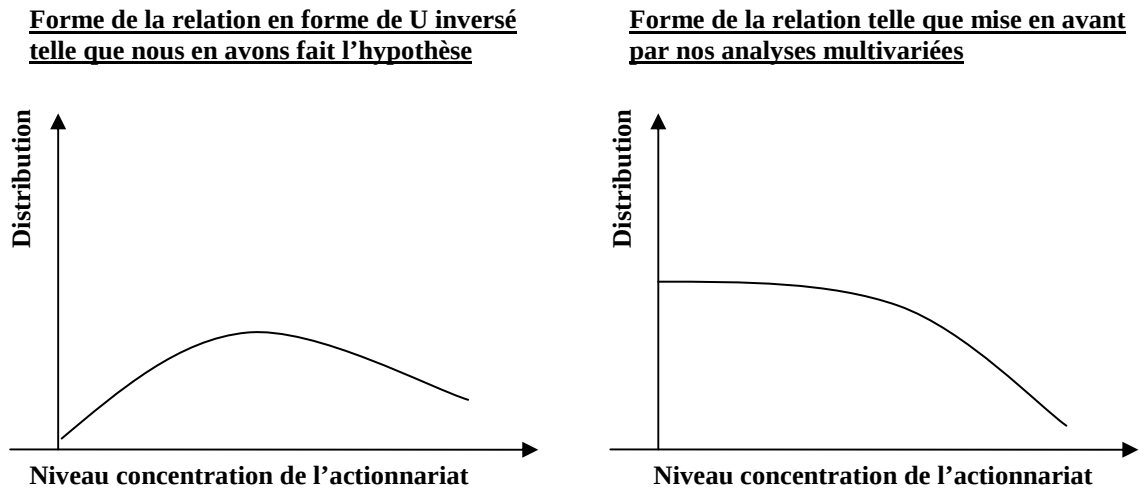
En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U (de U inversé) entre la concentration du capital et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 55)

Les résultats montrent que la concentration de l'actionnariat, mais surtout du contrôle, influence négativement le taux de rendement. Les variables de concentration élevées au carré ont elles aussi une influence négative. Ces relations ont un pouvoir explicatif plus fort : les R^2 des régressions intégrant les variables au carré (régressions (5), (6) et (8)) sont supérieurs à ceux des régressions intégrant les variables simples (régression (2) et (4)) et le niveau de significativité des variables est supérieur.

De plus, l'introduction simultanée des variables de concentration et de leur carré dans la même équation ($X + X^2$), les rend non significatives[146]. Ce résultat, ainsi que l'inspection visuelle du nuage de points laisse deviner une relation de la forme d'une courbe concave décroissante, et non une relation en forme de U inversé, telle que nous en avions fait l'hypothèse. La Figure 10 illustre cette différence.

Figure 10 - Forme de la relation entre concentration de l'actionnariat et taux de rendement : hypothèse et résultat



[146] Nous avons réalisé ce test, mais nous ne le présentons pas ici vu sa non significativité.

Tableau 55 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATION AUTOUR DES MESURES DE CONCENTRATION DU CAPITAL

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
CONCACT	∩ ou ∪	*-0.00796* *(-1.46)*							
CONCONT	∩ ou ∪		**-0.0106*** **(-1.85)**						
FLOTACT	∩ ou ∪			*-0.00494* *(-0.94)*					
FLOTCON	∩ ou ∪				**-0.00863*** **(-1.66)**				
CONCACTCARRE	∩ ou ∪					**-0.0101*** **(-1.74)**			
CONCONTCARRE	∩ ou ∪						**-0.0126**** **(-2.21)**		
FLOTACTCARRE	∩ ou ∪							*-0.00702* *(-1.37)*	
FLOTCONCARRE	∩ ou ∪								**-0.0103**** **(-2.05)**
CASHFL2	+	0.0279*** (2.72)	0.0280*** (2.67)	0.0275*** (2.75)	0.0274*** (2.71)	0.0274*** (2.67)	0.0277*** (2.61)	0.0271*** (2.72)	0.0267*** (2.65)
OPPINVT2	+	0.00510*** (3.36)	0.00510*** (3.37)	0.00512*** (3.36)	0.00500*** (3.3)	0.00509*** (3.34)	0.00509*** (3.36)	0.00512*** (3.36)	0.00497*** (3.27)
PVOIRACT	+ ou -	-0.0000879*** (-3.45)	-0.0000905*** (-3.65)	-0.0000893*** (-3.48)	-0.0000915*** (-3.66)	-0.0000872*** (-3.43)	-0.0000912*** (-3.71)	-0.0000901*** (-3.52)	-0.0000929*** (-3.75)

CONSTANTE	0.0232*** (8.88)	0.0250*** (8.29)	0.0220*** (7.72)	0.0244*** (7.99)	0.0222*** (12.11)	0.0238*** (11.07)	0.0217*** (11.14)	0.0236*** (10.71)
Effets Fixes individuels	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within	3,60%	**3,79%**	3,44%	**3,69%**	**3,74%**	**4,02%**	3,59%	**3,93%**
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)	64,63%	64,70%	64,57%	64,66%	64,68%	64,79%	64,63%	64,75%
F	9,78***	10,40***	9,34***	10,07***	10,01***	11,04***	9,71***	10,66***
Indice de conditionnement	5,88	6,05	6,33	6,37	4,62	4,69	4,81	4,88
Nombre d'observations	945							
Nombre d'entreprises	167							

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
$\cap$: relation en forme de U inversé ; $\cup$: relation en forme de U.

La concentration de l'actionnariat, mais surtout du contrôle a donc une influence non linéaire de forme concave décroissante sur le taux de rendement.

Ainsi, la distribution est assez stable et forte pour des niveaux de concentration faible, puis diminue fortement lorsque la concentration du capital devient forte. Plus le contrôle est concentré, plus la distribution de liquidités aux actionnaires diminue rapidement.

La concavité de la forme de la relation indique que l'influence de la concentration de l'actionnariat sur les distributions est surtout significative à des niveaux élevés. Lorsque l'actionnariat est fortement ou moyennement dispersé, les distributions sont assez stables. Elles ne diminuent fortement que lorsque l'actionnariat devient concentré.

Ces résultats peuvent s'interpréter de deux façons :

- Première interprétation : La distribution est élevée lorsque l'actionnariat est dispersé, ceci afin de réguler les conflits entre actionnaires et dirigeants. Lorsque des actionnaires importants apparaissent au capital, la surveillance qu'ils exercent sur les dirigeants permet de diminuer les distributions.

Cette explication est basée sur l'hypothèse de substitution entre mécanismes de gouvernance : le contrôle effectué par des gros actionnaires se substitue aux politiques de distribution. Cette hypothèse nous semble limitée du fait qu'elle ignore la possibilité de conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

- Seconde interprétation : Lorsque l'actionnariat est dispersé, les distributions sont élevées afin de limiter les conflits entre actionnaires et dirigeants. Les dirigeants sont incités à distribuer via des mécanismes de gouvernance alternatifs.

En revanche, lorsque l'actionnariat est concentré, l'actionnaire de contrôle diminue les distributions car aucun mécanisme de gouvernance ne l'incite à distribuer. Baisser la distribution lui permet alors d'extraire plus facilement des bénéfices privés, de l'exploitation de l'entreprise.

Pour trancher entre ces deux explications, nous attendrons les résultats des autres analyses. En particulier, l'influence du pouvoir du premier actionnaire devrait nous aider à préciser l'existence ou non d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

⇒ Ces analyses mettent en doute les hypothèses H1-C et H1-C bis de notre modèle de recherche. La relation entre concentration de l'actionnariat et taux de rendement n'est pas en forme de U ou de U inversé, mais plutôt de forme concave décroissante.

Ainsi, la distribution est faiblement augmentée face à un conflit entre actionnaires et dirigeants, mais fortement baissée face à un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, ou lorsqu'il existe des actionnaires importants au capital de l'entreprise.

2.2.3. Influence du pouvoir de l'actionnaire principal

Hypothèse testée : H1- D (H1 – D bis)

En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation positive (négative) entre le pouvoir du premier actionnaire et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 56)

Seules les variables PVOIRACT et PVOIRCONT ont une influence significative sur le taux de rendement. PVOIRACT a un pouvoir explicatif supérieur : sa significativité est meilleure et le R^2 de la régression (1) intégrant PVOIRACT est supérieur à celui de la régression (2) intégrant PVOIRCONT.

Ainsi, plus le premier actionnaire détient de droits de vote, mais surtout d'actions par rapport aux autres actionnaires connus, moins l'entreprise aura tendance à distribuer.

La non significativité des variables PVOIR2 et PVOIR3 peut s'expliquer par leur quasi stabilité dans le temps. En effet, lorsque l'actionnaire principal est fondateur ou dirigeant, il le reste souvent pendant de nombreuses années. Il est donc impossible d'apprécier l'influence de ces variables avec des régressions à effets fixes. Il nous faut donc attendre les résultats des régressions sur données moyennes pour conclure[147].

Enfin, l'existence d'un différentiel entre droits de vote et actionnariat de l'actionnaire principal n'a pas d'influence significative sur le taux de rendement. L'effet mis en avant dans les analyses bivariées disparaît lorsque l'on contrôle les autres déterminants des conflits d'agence.

⇒ Ces premières analyses montrent l'influence négative du pouvoir relatif du premier actionnaire et vont dans le sens de l'hypothèse H1-D bis de notre premier modèle de recherche.

[147] Cette analyse est présentée au paragraphe (2.3.2.), page 328.

Tableau 56 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DU POUVOIR DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
PVOIRACT	+ ou -	**-0.0000912*** (-3.71)**		**-0.0000912*** (-3.71)**	**-0.0000912*** (-3.67)**	**-0.0000916*** (-3.69)**	**-0.0000933*** (-3.71)**	**-0.0000887*** (-3.60)**
PVOIRCONT	+ ou -		**-0.0000598** (-2.4)**					
PVOIR1	+ ou -			*0.0000474* *(0.01)*				
PVOIR2	+ ou -				*-0.00000975* *(-0.00)*			
PVOIR3	+ ou -					*0.000487* *(0.41)*		
RAPPOC	+ ou -						*0.00366* *(0.48)*	
RAPPOCACTMAJ1	+ ou -							*-0.00194* *(-0.87)*
CONCONTCARRE	∩ ou ∪	-0.0126** (-2.21)	-0.0125** (-2.18)	-0.0126** (-2.24)	-0.0126** (-2.21)	-0.0126** (-2.20)	-0.0126** (-2.22)	-0.0110* (-1.74)
OPPINVT2	+	0.00509*** (3.36)	0.00514*** (3.37)	0.00509*** (3.34)	0.00509*** (3.35)	0.00508*** (3.34)	0.00508*** (3.34)	0.00497*** (3.26)
CASHFL2	+	0.0277*** (2.61)	0.0282*** (2.63)	0.0277*** (2.60)	0.0277*** (2.58)	0.0276*** (2.60)	0.0279*** (2.64)	0.0268** (2.51)

CONSTANTE	0.0238*** (11.07)	0.0237*** (10.79)	0.0238*** (7.01)	0.0238*** (10)	0.0236*** (11.12)	0.0207*** (3.21)	0.0242*** (11.35)
Effets Fixes individuels	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within	4,02%	3,47%	4,02%	4,02%	4,03%	4,08%	4,08%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)	64,79%	64,59%	64,74%	64,74%	64,74%	64,76%	64,76%
F	11,04***	6,81***	8,83***	8,97***	8,85***	8,87***	9,03***
Indice de conditionnement	4,69	4,75	5,36	5,38	5,14	16,32	6,33
Nombre d'observations **Nombre d'entreprises**	945 167						

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
$\cap$: relation en forme de U inversé ; $\cup$: relation en forme de U.

2.3. ANALYSES COMPLEMENTAIRES

Nous menons deux types d'études complémentaires afin de mieux analyser les relations entre politiques de distribution et déterminants des conflits d'agence.

Tout d'abord, nous étudions l'effet de l'insertion de variables de contrôle dans les régressions avec effets fixes (2.3.1.).

Puis, nous étudions les résultats des régressions linéaires du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence, en utilisant des données moyennes (2.3.2.).

2.3.1. Influence des variables de contrôle

Nous avons sélectionné plusieurs variables explicatives supplémentaires permettant de contrôler les influences autres que celle de l'actionnariat et de la gouvernance :

- La première variable est *le taux de rendement en **dividende*** de l'année N-1 (TXRDTEX). Selon la littérature, les managers lissent les distributions de dividende et utilisent le ratio de dividende de l'année précédente pour définir la nouvelle distribution de dividende. Cette variable devrait donc avoir une influence positive sur le taux de distribution global. Nous ne testons cette variable que sur données de panel et pas sur données moyennes, car cela aurait peu de sens.

- La seconde variable de contrôle est *la taille de l'entreprise*, que nous mesurons par le log de la capitalisation boursière de l'entreprise (LOGCAPI). 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 (1995), Farinha (2003)).

Il est probable que la taille de l'entreprise soit corrélée avec la plupart de nos variables explicatives, nous vérifions donc l'absence de colinéarité dans les régressions comportant cette variable.

- La troisième variable de contrôle est *le secteur de l'entreprise*. Nous introduisons une série de variables binaires pour contrôler l'industrie à laquelle appartient l'entreprise. Nous utilisons pour cela les 10 industries de la classification ICB[148]. Nous avons pris soin de n'introduire que 9 industries afin d'éviter les problèmes de colinéarité. Cette variable étant fixe dans le temps, nous ne pouvons tester son influence que via les régressions sur données moyennes[149].

[148] Industry Classification Benchmark. Classification utilisée par Euronext.

[149] Nous présentons les résultats de l'introduction des variables de secteur dans le paragraphe suivant (2.3.2.).

Tableau 57 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE

	Relation attendue	(1)	(2)
CASHFL2 [1]	+	**0.0244** **(2.51)**	**0.0304***** **(3.01)**
OPPINVT2 [1]	+	**0.00482***** **(3.17)**	**0.00361**** **(2.11)**
CONCONTCARRE [2]	∩ ou ∪	**-0.0104*** **(-1.92)**	**-0.0122**** **(-2.29)**
PVOIRACT [2]	+ ou -	**-0.0000888***** **(-3.77)**	**-0.0000858***** **(-3.89)**
PVOIR2	+ ou -	*-0.000606* *(-0.24)*	
PVOIR3	+ ou -	*0.000992* *(0.64)*	
RAPPOC [2]	+ ou -	*0.00271* *(0.36)*	
TXRDTEX	+	**0.186***** **(4.39)**	**0.186***** **(4.32)**
LOGCAPI	?		**-0.00194*** **(-1.93)**
CONSTANTE		0.0176*** (2.64)	0.0479*** (3.71)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non
R^2 within		7,12%	7,61%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		65,74%	66,02%
F		8,50***	12,38***
Indice de conditionnement		20,38	24,77
Nombre d'observations **Nombre d'entreprises**		945 167	

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
? : pas d'hypothèse sur le sens de la relation ; ∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

[1] *Seule cette mesure de la variable est significative*
[2] *Les résultats sont identiques pour les autres mesures de la variable*

Influence des variables de contrôle sur les régressions avec effets fixes :

Le Tableau 57 présente les résultats des régressions avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence, après introduction des variables de contrôle TXRDTEX et LOGCAPI.

L'influence des deux variables de contrôle est significative. Le taux de rendement en dividende de l'année précédente influence fortement et positivement le taux de rendement total de l'année. Au contraire, la taille influence négativement le taux de rendement.

Ces deux variables améliorent significativement le pouvoir explicatif de la régression. Elles ne modifient pas le sens des relations entre la variable à expliquer et les variables « déterminants l'intensité du conflit d'agence », mais altèrent ou améliorent la significativité de quelques mesures. Toutefois, les variables les plus significatives dans les régressions sans variable de contrôle restent les plus significatives dans les régressions avec variables de contrôle.

2.3.2. Régressions sur données moyennes

Afin de compléter les résultats apportés par les régressions sur données de panel, nous menons à présent des régressions sur données moyennes.

Nous avons vu au Chapitre 5, que lorsqu'une variable est stable dans le temps, son influence ne peut pas être testée par un modèle avec effets fixes. La régression sur données moyennes, puisqu'elle s'intéresse aux variations inter firmes, permet d'étudier l'influence de ces variables fixes ou quasi fixes sur le taux de rendement. Elle permet aussi de capter les différences d'effet selon que les changements de la variable sont stables ou temporaires.

La régression sur données moyennes complète donc utilement la régression avec effets fixes.

Le Tableau 58 synthétise les résultats de ces régressions sur données moyennes. Les régressions (1), (2) et (3) présentent les résultats sans variable de contrôle. Les régressions (4), (5) et (6) contiennent les variables de secteur, et la régression (7) les variables de secteur et LOGCAPI. Cette dernière variable n'est insérée qu'en dernier du fait de la forte colinéarité qu'elle crée avec les autres variables explicatives (indice de conditionnement de 30,25) et parce qu'elle n'est pas significative.

Nous présentons succinctement ces résultats et les discutons dans le paragraphe suivant.

Risque de Free Cash Flow

Les résultats confirment l'influence négative du niveau des opportunités d'investissement sur le taux de rendement, et l'effet positif des flux de liquidités.

L'influence des stocks de liquidités sur le taux de rendement est significative et négative, mais disparaît lorsque les variables de contrôle sont introduites.

Concentration de l'actionnariat

Les résultats des régressions sur données moyennes montrent que la relation entre concentration de l'actionnariat et taux de rendement est de forme concave décroissante, mais non significative. Elle ne devient significative que quand les variables de secteur sont introduites.

Pouvoir de l'actionnaire de contrôle

Les résultats confirment la non significativité du rapport entre l'actionnariat et le contrôle du premier actionnaire (RAPPOC) et l'influence négative de PVOIRACT (mesure de l'importance relative du premier actionnaire par rapport aux autres). PVOIRACT n'a un effet significatif que lorsque les variables d'industries sont insérées. Son influence sur le taux de rendement est donc moins significative que dans les analyses précédentes.

Les régressions sur données moyennes montrent aussi l'effet significatif et négatif des variables PVOIR2 et PVOIR3. Cela n'a pu être mis en avant dans les régressions avec effets fixes car ces deux variables varient peu dans le temps (PVOIR2 ne varie que dans 13 entreprises sur 167, et PVOIR3 dans 10 entreprises sur 167).

Ainsi, le taux de rendement diminue si le président ou le directeur général est un des premiers actionnaires. De même, si l'actionnaire principal est un des fondateurs, cela influence négativement le taux de rendement.

Variables de contrôle

L'appartenance à un secteur d'activité influence significativement le taux de rendement. Les comportements de distribution des entreprises françaises seraient donc hétérogènes selon les industries.

En revanche, sur données moyennes, la variable LOGCAPI a un coefficient positif, mais une influence non significative.

Tableau 58 –Régressions sur données <u>moyennes</u> du taux de rendement sur les déterminants du conflit d'agence

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
CASHFL2 [1]	+	**0.092*** (5.05)**	**0.096*** (4.98)**	**0.092*** (4.40)**	**0.091*** (5.08)**	**0.089*** (4.60)**	**0.093*** (5.14)**	**0.089*** (4.91)**
OPPINVT2 [2]	+	**0.010*** (4.16)**	**0.011*** (4.75)**	**0.013*** (5.34)**	**0.008*** (3.30)**	**0.008*** (3.36)**	**0.007*** (3.05)**	**0.007*** (3.02)**
CONCACT CARRE [2]	∩ ou ∪	*0.000697 (0.11)*	*-0.00260 (-0.45)*	*-0.00347 (-0.49)*			**-0.0089* (-1.72)**	*-0.00575 (-1.06)*
PVOIRACT	+ ou -	*-0.00004 (-0.82)*		*-0.00004 (-0.87)*		**-0.0001** ** **(-2.35)**		
PVOIR2	+ ou -	**-0.01*** (-3.56)**					**-0.0048* (-1.83)**	*-0.00331 (-1.22)*
PVOIR3	+ ou -		**-0.007*** (-2.64)**		**-0.0051* (-1.97)**			
RAPPOC [3]	+ ou -			*-0.00781 (-0.85)*		*-0.0126 (-1.60)*		
LOGCAPI	?							*0.00115 (1.44)*
VARIABLES BINAIRES INDUSTRIE		Non	Non	Non	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**
CONSTANTE		0.018*** (6.12)	0.015*** (5.85)	0.0196** (2.42)	0.011*** (5.23)	0.020*** (2.75)	0.014*** (5.09)	-0.00326 (-0.27)
R² ajusté		26,57%	23,09%	20,58%	37,92%	38,53%	39,59%	40,61%
F		17,96***	15,79***	10,37***	18,95***	15***	17,81***	15,48***
Ind. conditionnement		5,60	5,02	18,74	4,70	18,69	5,94	**30,25**
Nombre d'observations		160						

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à l'hétéroscédasticité et à la non normalité des résidus.
? : pas d'hypothèse sur le sens de la relation ; Sig : influence significative.
∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Variables binaires industries : 9 variables binaires à partir des 10 industries de la classification ICB.
[1] *Résultats identiques avec CF1. Par contre, CFSTOCK influence négativement le taux de rendement et n'est plus significatif lorsque les variables de contrôle sont introduites.*
[2] *Résultats identiques avec les autres mesures de la variable.*
[3] *Résultat identique avec RAPPOC * ACTMAJ.*

2.4. SYNTHESE

Le Tableau 59 récapitule les relations entre déterminants des conflits d'agence et taux de rendement, mises en avant dans ce paragraphe. Nous discutons de ces résultats et des différences entre régressions avec et sans effets fixes. Ils montrent que les décisions de politiques de distribution des entreprises françaises sont influencées par les déterminants des conflits d'agence.

Ces résultats seront de nouveau analysés en profondeur à la fin de ce chapitre, lorsque toutes les hypothèses de notre premier modèle auront été étudiées.

- *Le risque de Free Cash Flow* influence significativement et fortement les politiques de distribution. Le niveau de distribution d'une firme est négativement lié à ses opportunités d'investissement et positivement lié à ses flux de liquidités. Plus le risque d'expropriation est important, plus les distributions sont importantes.

Face au risque de FCF, la distribution apparaît comme un véritable mécanisme de gouvernance.

⇒ Ces résultats confirment les hypothèses H1-A et H1-B de notre premier modèle de recherche.

- *Concentration de l'actionnariat*

Une relation de forme concave marginalement décroissante et significative entre concentration de l'actionnariat et politique de distribution est mise en avant par les régressions avec effets fixes. En revanche, les régressions sur données moyennes montrent une faible significativité de ce résultat et uniquement lorsque les variables d'industrie sont introduites.

Etant donnée la faible taille de l'échantillon utilisé pour les régressions moyennes (160 observations contre 945 pour les données de panel), il est plus difficile d'y mettre en avant des relations dont l'influence est significative, mais faible. Ainsi, la différence de résultats entre régressions sur panel et régressions moyennes ne nous amène pas à remettre en cause la significativité de l'influence de la concentration de l'actionnariat, mais elle montre la faiblesse de cette relation.

Notre étude empirique conclue donc à l'existence d'une relation de forme concave marginalement décroissante, mais d'intensité faible entre concentration de l'actionnariat et montant de distribution.

Nous avons fait deux hypothèses différentes pour expliquer cette relation.

- Si l'on estime qu'il n'existe pas de conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, alors cette relation s'interprète comme l'effet de la substitution entre deux mécanismes de

gouvernance : les politiques de distribution et la surveillance exercée par des gros actionnaires. La distribution est faible quand la surveillance exercée par les gros actionnaires est forte et vice versa.

- S'il existe des conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, alors cette relation s'interprète différemment. La distribution est baissée lorsque l'actionnariat est concentré, car aucun mécanisme ne force les acteurs internes à distribuer. En revanche, la distribution est augmentée face à un conflit entre actionnaires et dirigeants, car il existe des mécanismes de gouvernance incitant les dirigeants à distribuer.

Etant donné l'influence négative des variables de pouvoir de l'actionnaire principal, et en particulier celle du pouvoir relatif du premier actionnaire, nous privilégions la seconde explication. En effet, le premier actionnaire a une influence d'autant plus négative sur la distribution, qu'il est seul. Or, s'il y avait substitution entre deux modes de gouvernance, la distribution serait d'autant plus faible que les seconds actionnaires sont importants et surveillent efficacement les dirigeants. Ce résultat valide, à notre sens, l'existence d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires et donc la seconde explication proposée ci-dessus.

Ainsi, nos résultats sur l'influence de la concentration montrent que la distribution est baissée face à un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, et augmentée face à un conflit entre actionnaires et dirigeants. De plus, la concavité de la forme de la relation montre que c'est surtout le premier conflit qui a une influence significative. La distribution est fortement baissée dans le premier cas, mais seulement légèrement augmentée dans le second.

Face à un actionnaire de contrôle, assumant seul le pouvoir, la distribution ne parvient pas à jouer son rôle de gouvernance. Elle ne permet pas de limiter les risques d'expropriation puisqu'elle est fortement baissée dès que ce type de conflit apparaît.
En revanche, la distribution permet une éventuelle régulation des conflits entre actionnaires et dirigeants, puisqu'elle est légèrement augmentée dans ces cas.

⇒ Ces résultats mettent en doute l'hypothèse H1-C de notre premier modèle de recherche. La concentration de l'actionnariat et le taux de rendement ont une relation de forme concave décroissante et non en forme de U ou de U inversé. Le conflit entre actionnaires et dirigeants et celui entre majoritaires et minoritaires influencent différemment les distributions.

- *Le pouvoir du premier actionnaire* a une influence négative sur la distribution. Plus le premier actionnaire est puissant et n'est pas confronté à un contre pouvoir, moins l'entreprise distribuera.

Ainsi, s'il est fondateur, dirigeant ou possède un contrôle important par rapport aux autres actionnaires, il aura tendance à minimiser les distributions de liquidités.

De nouveau, **face à des acteurs puissants, la distribution ne parvient pas à jouer son rôle de gouvernance et ne permet pas de limiter les risques d'expropriation.**

⇒ Ces résultats confirment l'hypothèse H1-D bis de notre premier modèle de recherche.

<u>Hypothèses sur les liens entre politique de distribution et déterminants des conflits d'agence :</u>

Notre étude empirique sur les entreprises françaises conforte :

- les hypothèses H1-A et H1-B sur l'influence positive du risque de Free Cash Flow sur la distribution ;

- l'hypothèse H1-D bis sur l'influence négative du pouvoir de l'actionnaire principal sur la distribution.

En revanche, l'hypothèse H1-C sur la forme de la relation entre concentration de l'actionnariat et distribution est mise en doute. La relation n'est pas en forme de U ou de U inversé, signe que les deux conflits auraient la même influence sur la distribution, mais de forme concave décroissante, signe que seul le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires a réellement une influence sur la distribution.

Tableau 59 –Influence des déterminants des conflits d'agence sur le taux de rendement - SYNTHESE DES RESULTATS DU PARAGRAPHE (2.)

Variables	Relation attendue	Analyses bivariées	Analyses multivariées sur données de panel, avec effets fixes		Analyses multivariées sur données moyennes		Mesures les plus significatives	
			Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle	Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle	Données de panel	Données moyennes
RISQUE DE FCF								
- Opportunités d'investissement	-	-	-	-	-	-	OPPINVT2	OPPINVT2
- Flux de liquidités	+	+	+	+	+	+	CASHFL2	CASHFL2
- Stock de liquidités	+	NS	NS	NS	-	NS		
CONCENTRATION ACTIONNARIAT	∪ **ou** ∩	Concave décroissante	Concave décroissante	Concave décroissante	NS	Concave décroissante / NS	CONCONT CARRE	
POUVOIR ACTIONNAIRE PRINCIPAL								
- Différence détention et contrôle	**- ou +**	-	NS	NS	NS	NS		PVOIRACT
- Importance relative du 1er actionnaire par rapport aux autres actionnaires	**- ou +**	-	-	-	NS	-	PVOIRACT	
- Le 1er actionnaire est dirigeant	**- ou +**	-	NS	NS	-	-		PVOIR2
- Le 1er actionnaire est fondateur	**- ou +**	-	NS	NS	-	-		PVOIR3
VARIABLES DE CONTROLE								
- Taille	**?**			-		NS		
- Taux de rendement en dividende de l'année précédente	**+**			+		Non testé		
- Secteur d'activité	**?**			Non testé		Sig.		

NS : Influence non significative ; **Sig** : influence significative ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation ;
∪: relation en forme de U ; ∩ : relation en forme de U inversé.

3. ETUDE DE LA RELATION ENTRE POLITIQUE DE DISTRIBUTION ET VARIABLES D'ACTIONNARIAT

Nous venons de tester l'influence des déterminants des conflits d'agence et nous nous intéressons à présent à notre seconde série de variables explicatives : celles relatives à la structure de l'actionnariat.

Le paragraphe 3 teste l'existence de liens entre politique de distribution et variables d'actionnariat (Hypothèses H2 à H7). Plusieurs analyses sont proposées :

– des analyses bivariées commentées au point (3.1), mais présentées en Annexe 6;

– des régressions multivariées avec effets fixes, intégrant l'ensemble des variables d'actionnariat (3.2.);

– des régressions multivariées sur données moyennes, intégrant les variables d'actionnariat (3.3).

A la page 363, un tableau synthétise ces résultats. Nous les discutons au point (3.4.), ainsi qu'à la fin de ce chapitre.

3.1. ANALYSES BIVARIEES

Nous présentons succinctement les relations existant entre le taux de rendement et chacune des variables d'actionnariat, prises séparément. Les tableaux de résultats sont présentés dans l'Annexe 6.

– **Influence de l'actionnariat interne**

Les résultats des analyses bivariées montrent que l'actionnariat dirigeant n'influence pas significativement le taux de rendement. Les mesures au carré n'ont pas non plus d'influence significative. Ces résultats affaiblissent les hypothèses H2.

– **Influence de la détention et du contrôle du premier actionnaire**

Les résultats des analyses bivariées montrent que l'actionnariat et le contrôle du premier actionnaire n'influencent pas significativement le taux de rendement. Les mesures au carré n'ont pas non plus d'influence significative. Ces résultats affaiblissent l'hypothèse H3.

De plus, la présence d'un actionnaire majoritaire n'influence pas significativement le taux de rendement. Ces résultats affaiblissent les hypothèses H4.

– **Influence de l'identité du premier actionnaire**

Les résultats des analyses bivariées montrent que l'identité de l'actionnaire majoritaire a un effet significatif sur le taux de rendement. Les banques, les familles, les investisseurs institutionnels ou les groupements de salariés influencent significativement le taux de rendement des entreprises dont ils sont les premiers actionnaires. Les entreprises dont le premier actionnaire est une banque ou un groupement de salariés distribuent plus. En revanche, les entreprises dont le premier actionnaire est une famille ou un investisseur institutionnel distribuent moins.

Ces résultats confortent l'hypothèse H5.

– **Influence de la détention et du contrôle des actionnaires de blocs**

Seul le second actionnaire a une influence significative sur le taux de rendement. Plus il a de contrôle et plus la distribution sera faible. Ce résultat n'est cependant significatif qu'au seuil de 10%. Ces résultats confortent l'hypothèse H6 uniquement pour le second actionnaire.

– **Influence de l'identité des blocs d'actionnaires**

Les résultats des analyses bivariées montrent que l'identité des deuxièmes et troisièmes actionnaires a un effet significatif sur le taux de rendement. Les banques, les familles et les groupements de salariés influencent significativement le taux de rendement des entreprises dont ils sont actionnaires. Les entreprises dont le deuxième ou troisième actionnaire est une banque ou un groupement de salariés distribuent plus. En revanche, les entreprises dont le deuxième ou troisième actionnaire est une famille distribuent moins.

Ces résultats confortent l'hypothèse H7.

Conclusion des analyses bivariées

Les analyses bivariées confortent les hypothèses H5 et H7 sur l'influence de l'identité des principaux actionnaires et l'hypothèse H6 sur l'influence des actionnaires de blocs.

En revanche, les hypothèses H2, H3 et H4 sur l'influence de la détention des dirigeants et du premier actionnaire sont mises à mal.

3.2. ANALYSES MULTIVARIEES

Nous testons à présent les hypothèses H2 à H7 à travers des régressions multiples intégrant toutes les variables d'actionnariat. Ces résultats font l'objet d'un bref commentaire et seront discutés plus amplement dans la synthèse proposée au paragraphe (3.4.) et en fin de chapitre.

3.2.1. Influence de l'actionnariat interne

Hypothèse testée : H2 (H2 bis)

En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U (de U inversé) entre l'actionnariat (ou le contrôle) interne et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 60)

Les régressions multivariées avec effets fixes confirment les résultats des régressions bivariées: l'influence de l'actionnariat dirigeant est peu significative. Seule la variable CONTDIR (*contrôle des dirigeants*) est positive et significative au seuil de 10%[150].

Ce résultat contraste avec ceux de la littérature présentée en partie 1, mais peut être le reflet de la concentration de l'actionnariat en France.

L'actionnariat dirigeant peut influencer la distribution de deux façons :

- Soit c'est un mécanisme de gouvernance dans le cadre d'un conflit entre actionnaires et dirigeants et il influence l'utilisation des autres mécanismes de gouvernance dont les politiques de distribution. Cependant, en France, les entreprises à l'actionnariat dispersé sont plus rares et il y a souvent d'autres actionnaires importants à même de surveiller le comportement du dirigeant. Une variation du contrôle du dirigeant a alors une influence faible sur son comportement et sur les décisions de politiques de distribution.
- Soit l'actionnariat dirigeant est un déterminant des conflits d'agence, dans le sens où il donne du pouvoir au dirigeant et le transforme en actionnaire important. C'est souvent le cas en France, puisque nous avons vu dans la Section 1 de ce Chapitre, que les actionnaires importants de l'entreprise en étaient souvent les dirigeants. Dans ce cas, l'influence des dirigeants sur la politique de distribution est davantage la conséquence de leur rôle d'actionnaire que de leur rôle

[150] La régression intégrant à la fois la mesure et son carré ($X + X^2$) n'est pas significative. Nous ne l'avons donc pas présentée.

de dirigeant. On doit alors s'attendre à une influence des variables d'actionnariat principal plutôt que des variables d'actionnariat dirigeant.

⇒ L'hypothèse H2 sur l'influence de l'actionnariat dirigeant n'est pas validée.

Tableau 60 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES D'ACTIONNARIAT INTERNE

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
ACTDIR	∩ ou ∪	*0.00806* *(1.39)*			
CONTDIR	∩ ou ∪		**0.00871*** **(1.7)**		
ACTDIRCARRE	∩ ou ∪			*0.00896* *(1.02)*	
CONTDIRCARRE	∩ ou ∪				*0.00956* *(1.33)*
ACTMAJ1	+ ou -	-0.00700*** (-3.49)	-0.00700*** (-3.53)	-0.00704*** (-3.46)	-0.00712*** (-3.56)
CONTBLOC2	Sig.	-0.0251* (-1.90)	-0.0246* (-1.87)	-0.0250* (-1.89)	-0.0245* (-1.87)
CONSTANTE		0.0263*** (14.82)	0.0258*** (13.63)	0.0270*** (16.46)	0.0266*** (15.24)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non
R^2 within		1,49%	1,57%	1,45%	1,53%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		63,91%	63,93%	63,89%	63,92%
F		4,86***	5,38***	4,73***	5,04***
Indice de conditionnement		3,87	3,87	3,81	3,83
Nombre d'observations		945			
Nombre d'entreprises		167			

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Sig. : relation significative ; ∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

3.2.2. Influence de la détention et du contrôle du premier actionnaire

Hypothèse testée : H3 (H3 – bis)

En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U (de U inversé) entre la détention ou le contrôle du premier actionnaire et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

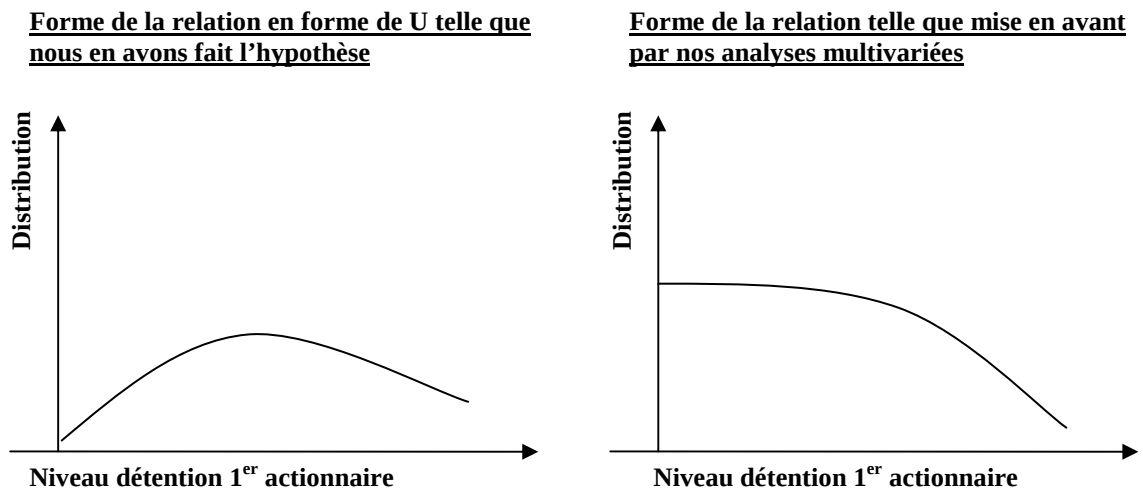
Hypothèse testée : H4 (H4 – bis)

En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation positive (négative) entre la présence d'un actionnaire de contrôle et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 61)

L'influence de la détention (ACT1) et du contrôle (CONT1) du premier actionnaire est négative et significative au seuil de 10%. Il est intéressant de noter que le niveau du contrôle du premier actionnaire a une influence plus significative que le niveau de son actionnariat. Cependant, le pouvoir explicatif de ces variables est très faible. Leur élévation au carré augmente légèrement le pouvoir explicatif des régressions : CONT1CARRE est significatif à 5% et les R^2 des régressions (3) et (4) sont respectivement supérieurs à ceux des régressions (1) et (2)[151].

Figure 11 – Forme de la relation entre détention du premier actionnaire et taux de rendement : hypothèse et résultat



Nos résultats, ainsi que l'examen visuel des nuages de points, soulignent donc l'existence d'une relation de forme concave décroissante. Le conflit entre actionnaires et dirigeants a une influence

[151] La régression intégrant à la fois la mesure et son carré ($X + X^2$) n'est pas significative. Nous ne l'avons donc pas présentée.

positive mais faible sur le taux de rendement, alors que le conflit entre majoritaires et minoritaires a une influence très négative et forte.
La figure ci-dessus illustre ce résultat.

L'influence significative à 1% et 5% des variables ACTMAJ1 et ACTMAJ2 *(présence d'un actionnaire ayant plus de 33% de l'actionnariat ou du contrôle*), et les R^2 des régressions (5) et (6) montrent que c'est surtout la présence d'un actionnaire majoritaire à 33%, plutôt que le contrôle du premier actionnaire qui influence la distribution.
Contrairement aux tests bivariés qui ne montraient aucune relation significative, ces nouvelles analyses montrent que le premier actionnaire influence significativement et négativement le taux de rendement.
Dans le cadre de l'agence, ce résultat peut être interprété de deux façons :
- plus le premier actionnaire a de contrôle, plus il peut exproprier les autres actionnaires et donc plus il diminue le dividende ou le rachat d'actions ;
- plus le premier actionnaire a de contrôle, plus il surveille efficacement les dirigeants, moins la distribution est nécessaire.
Etant donnée l'influence négative du pouvoir du premier actionnaire sur le taux de rendement, nous privilégions la première explication. En effet, nous avons vu au paragraphe précédent que PVOIRACT (*importance relative du premier actionnaire par rapport aux autres*) a un effet négatif sur le taux de rendement. Ainsi, le premier actionnaire a une influence d'autant plus négative sur la distribution, qu'il est seul. Or, s'il y avait substitution entre deux modes de gouvernance, la distribution serait d'autant plus faible que les seconds actionnaires sont importants et surveillent efficacement les dirigeants.

Face à des actionnaires puissants, la distribution ne parvient pas à jouer son rôle de gouvernance, puisqu'elle ne permet pas de limiter les risques d'expropriation. L'existence d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires influence négativement et fortement les montants distribués.

⇒ L'hypothèse H4-bis sur l'influence négative de la présence d'un actionnaire majoritaire est validée. L'hypothèse H3-bis est mise à mal. La relation entre la détention et le contrôle du premier actionnaire n'est pas en forme de U inversé, mais de forme concave décroissante. Seul le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires a une influence importante et négative sur les distributions.

Tableau 61 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES D'ACTIONNARIAT ET DE CONTROLE DU PREMIER ACTIONNAIRE

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ACT1	∩ ou ∪	**-0.0106* (-1.68)**					
CONT1	∩ ou ∪		**-0.0120* (-1.71)**				
ACT1CARRE	∩ ou ∪			**-0.0131* (-1.91)**			
CONT1CARRE	∩ ou ∪				**-0.0148** (-2.08)**		
ACTMAJ1	+ ou -					**-0.007*** (-3.53)**	
ACTMAJ2	+ ou -						**-0.0063** (-2.01)**
CONTDIR	∩ ou ∪	0.00912* (1.69)	0.0108* (1.97)	0.00886 (1.62)	0.0115** (2.07)	0.00871* (1.7)	0.00900* (1.73)
CONTBLOC2	Sig.	-0.0231* (-1.71)	-0.0234* (-1.72)	-0.0251* (-1.83)	-0.0259* (-1.88)	-0.0246* (-1.87)	-0.0239* (-1.79)
CONSTANTE		0.0259*** (9.28)	0.0266*** (9.23)	0.0247*** (11.2)	0.0252*** (10.79)	0.0258*** (13.63)	0.0256*** (9.93)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within		0,92%	1,01%	0,98%	1,12%	1,57%	1,52%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		63,69%	63,73%	63,72%	63,77%	63,93%	63,91%
F		2,25*	2,45*	2,44*	2,83**	5,38***	2,94**
Indice de conditionnement		5,07	5,43	4,11	4,41	3,87	3,90
Nombre d'observations		945					
Nombre d'entreprises		167					

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Sig. : relation significative ; ∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

3.2.3. Influence de l'identité de l'actionnaire principal

Hypothèse testée : H5

Il existe une relation entre l'identité du premier actionnaire et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés sur les 6 variables d'identité retenues (Tableau 62)

L'identité de l'actionnaire principal influence significativement le taux de rendement, lorsque c'est une banque, un état ou un investisseur institutionnel. En tant que premier actionnaire, les banques ont une influence négative, et les investisseurs institutionnels ou les Etats, une influence positive. L'influence des banques n'est significative qu'au seuil de 10%. Les deux autres variables au seuil de 1%.

L'influence de BANK1 et de INST1 est de sens contraire aux résultats obtenus à partir des analyses bivariées. Au-delà des problèmes de méthodologie, cette divergence peut s'expliquer par une différence d'effet entre un changement récent d'identité et une situation stable. Les régressions sur données moyennes devraient éclaircir ce point et nous attendrons donc ces résultats[152] pour conclure sur le sens de l'influence des différentes identités.

⇒ Les résultats de notre analyse confortent l'hypothèse H5. Ils montrent que l'identité du premier actionnaire influence les politiques de distribution lorsque c'est une banque, un investisseur institutionnel ou un Etat.

[152] Les résultats des régressions moyennes sont présentés au point (3.3.2.), page 352. Les différences avec les régressions avec effets fixes sont discutées au point (3.4.), page 356.

Tableau 62 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES VARIABLES D'IDENTITE DU PREMIER ACTIONNAIRE

	Relation attendue	(1)	(2) [1]	(3)	(4)	(5)	(6)
BANK1	Sig.	**-0.008*** **(-1.84)**					
FAM1	Sig.		*-0.00220* *(-1.14)*				
ENT1	Sig.			*-0.000306* *(-0.15)*			
ETAT1	Sig.				**0.00761*** **(5.87)**		
INST1	Sig.					**0.00762*** **(2.67)**	
SALA1	Sig.						*-0.00354* *(-0.75)*
ACTMAJ1	+ ou -	-0.008*** (-3.74)	-0.007*** (-3.5)	-0.007*** (-3.55)	-0.007*** (-3.53)	-0.007*** (-3.41)	-0.007*** (-3.64)
CONTDIR	∩ ou ∪	0.00896* (1.75)	0.0105* (1.90)	0.00853 (1.55)	0.00871* (1.7)	0.0104** (2.01)	0.00874* (1.71)
CONTBLOC2	Sig.	-0.0221 (-1.62)	-0.0257* (-1.94)	-0.0245* (-1.86)	-0.0256** (-1.96)	-0.0278** (-2.13)	-0.0258* (-1.93)
CONSTANTE		0.0266*** (13.49)	0.0265*** (13.39)	0.0259*** (12.3)	0.0256*** (13.76)	0.0245*** (12.88)	0.0261*** (13.8)

	(1)	(2) [1]	(3)	(4)	(5)	(6)
Effets Fixes individuels	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels	Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within	2,53%	1,65%	1,57%	1,64%	2,89%	1,62%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)	64,24%	63,92%	63,89%	63,91%	64,37%	63,90%
F	4,71***	4,23***	4,04***	5,48***	6,13***	4,81***
Indice de conditionnement	4,02	5,60	4,06	3,90	4,06	4,06
Nombre d'observations	945					
Nombre d'entreprises	167					

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Sig. : relation significative ; $\cap$: relation en forme de U inversé ; $\cup$: relation en forme de U.
[1] *La régression (2) comporte deux variables très corrélées, FAM1 et CONTDIR. Cependant, FAM1 reste non significative si CONTDIR est enlevé de la régression. De plus, l'indice de conditionnement est faible. Il n'y a donc pas a priori de problème de colinéarité.*

3.2.4. Influence de la détention et du contrôle des actionnaires de blocs

Hypothèse testée : H6

Il existe une relation entre la détention ou le contrôle des actionnaires de blocs et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 63)

Le niveau de contrôle du second actionnaire a un effet négatif et significatif au seuil de 10% sur le taux de rendement. Cette influence est conforme à notre hypothèse H6, mais semble faible. La non significativité de la variable ACTBLOC2 (*actionnariat du second actionnaire*) conforte la faiblesse de cette relation et montre aussi que c'est la détention en droits de vote du second actionnaire et non son actionnariat qui influence la distribution.

Le troisième actionnaire, quant à lui, n'influence pas significativement les politiques de distribution.

L'influence négative du second actionnaire sur les politiques de distribution peut s'expliquer de deux façons :

- Le second actionnaire surveille efficacement le premier actionnaire. Il n'est donc pas nécessaire de mettre en place des mécanismes de gouvernance coûteux tel que les politiques de distribution. Il y a substitution entre distribution et contrôle du second actionnaire.
- Le second actionnaire participe à l'expropriation des minoritaires et cherche à dégager des bénéfices privés. Dans ce cas, plus le second actionnaire a de contrôle, plus il facilite l'extraction de bénéfices privés et pousse à une diminution des distributions. Dans ce cas, la distribution ne parvient pas à jouer son rôle de gouvernance, puisqu'elle ne permet pas de limiter les risques d'expropriation.

⇒ Les analyses multivariées valident faiblement l'hypothèse H6 sur le fait que la présence d'actionnaires de blocs influence la distribution.

Tableau 63 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES D'ACTIONNARIAT ET DU CONTROLE DES DEUXIEMES ET TROISIEMES ACTIONNAIRES

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
ACTBLOC2	Sig.	*-0.0205* *(-1.61)*			
CONTBLOC2	Sig.		**-0.0246*** **(-1.87)**		
ACTBLOC3	Sig.			*0.0174* *(0.73)*	
CONTBLOC3	Sig.				*0.0118* *(0.52)*
CONTDIR	∩ ou ∪	0.00880* (1.72)	0.00871* (1.70)	0.00900* (1.72)	0.00902* (1.73)
ACTMAJ1	+ ou -	-0.00697*** (-3.49)	-0.00700*** (-3.53)	-0.00631*** (-3.04)	-0.00646*** (-3.12)
CONSTANTE		0.0253*** (13.71)	0.0258*** (13.63)	0.0228*** (13.4)	0.0230*** (13.33)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non
R^2 within		1,42%	1,57%	1,13%	1,07%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		63,88%	63,93%	63,77%	63,75%
F		5,06***	5,38***	4,68***	4,50***
Indice de conditionnement		3,79	3,87	3,85	3,88
Nombre d'observations **Nombre d'entreprises**		945 167			

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Sig. : relation significative ; ∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

3.2.5. Influence de l'identité des actionnaires de blocs

Hypothèse testée : H7

Il existe une relation entre l'identité des actionnaires de blocs et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 64)

L'identité des actionnaires de bloc influence significativement le taux de rendement, lorsque ce sont des banques ou des groupements de salariés. Les banques, en tant que second ou troisième actionnaire ont une influence négative et les salariés une influence positive. L'influence des banques n'est cependant significative qu'à 10%.

Ces résultats sont de signes contraires à ceux obtenus à partir des analyses bivariées et nous attendrons donc les résultats des régressions sur données moyennes[153] pour conclure sur le sens de l'influence des différentes identités.

On remarque aussi que les investisseurs institutionnels n'ont pas d'influence significative sur le taux de rendement lorsqu'ils sont le second ou le troisième actionnaire d'une entreprise. Ces résultats sont contraires à ceux de la littérature qui montraient l'influence de la détention institutionnelle sur les distributions.

Enfin, l'introduction des variables d'identité du second actionnaire rend non significative BANK1. Cela montre de nouveau la faiblesse de l'influence de cette variable.

⇒ Ces résultats confortent l'hypothèse H7 : ils montrent que l'identité du second ou du troisième actionnaire influence les politiques de distribution. Cependant, nous ne pouvons pas pour l'instant déterminer le sens de cette influence.

[153] Les résultats des régressions moyennes sont présentés au point (3.3.2.), page 352. Les différences avec les régressions avec effets fixes sont discutées au point (3.4.), page 356.

Tableau 64 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES VARIABLES D'IDENTITE DES DEUXIEMES ET TROISIEMES ACTIONNAIRES

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
BANK23	Sig.	**-0.00399*** **(-1.80)**					
FAM23	Sig.		*-0.000845* *(-0.38)*				
ENT23	Sig.			*-0.000779* *(-0.38)*			
ETAT23	Sig.				*0.00128* *(1.26)*		
INST23	Sig.					*0.00197* *(1.16)*	
SALA23	Sig.						**0.00777*** **(2.76)**
ACTMAJ1	+ ou -	-0.00733*** (-3.51)	-0.00704*** (-3.57)	-0.00696*** (-3.53)	-0.00702*** (-3.57)	-0.00687*** (-3.48)	-0.00656*** (-3.22)
BANK1	Sig.	-0.00599 (-1.57)	-0.00544 (-1.49)	-0.00546 (-1.49)	-0.00550 (-1.50)	-0.00557 (-1.50)	-0.00669* (-1.77)
ETAT1	Sig.	0.0117*** (4.80)	0.0116*** (4.86)	0.0116*** (4.81)	0.0116*** (4.84)	0.0126*** (5.02)	0.00827*** (3.07)
INST1	Sig.	0.00749*** (3.09)	0.00701*** (3.06)	0.00698*** (3.06)	0.00694*** (3.01)	0.00735*** (3.18)	0.00718*** (3.04)
CONTDIR	∩ ou ∪	0.0115** (2.16)	0.0104** (2.00)	0.0103** (2.01)	0.0104** (2.02)	0.0108** (2.05)	0.0111** (2.14)

CONTBLOC2	Sig.	-0.0257* (-1.95)	-0.0268** (-2.05)	-0.0263* (-1.97)	-0.0274** (-2.08)	-0.0290** (-2.20)	-0.0339*** (-2.62)
CONSTANTE		0.0252*** (12.9)	0.0251*** (12.4)	0.0249*** (13.2)	0.0248*** (13.1)	0.0241*** (12.1)	0.0241*** (12.8)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within		4,02%	3,55%	3,56%	3,54%	3,76%	4,80%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		64,65%	64,48%	64,48%	64,47%	64,55%	64,93%
F		4,34***	4,52***	4,76***	4,59***	4,69***	5,95***
Indice de conditionnement		4,57	4,67	4,68	4,44	4,79	4,71
Nombre d'observations		945					
Nombre d'entreprises		167					

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Sig. : influence significative ; ∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

3.3. ANALYSES COMPLEMENTAIRES

3.3.1. Influence des variables de contrôle

Nous utilisons les mêmes variables de contrôle que celles présentées au point (2.3.1) :

- La première variable est *le taux de rendement en **dividende*** de l'année N-1 (TXRDTEX).
- La seconde variable de contrôle est *la taille de l'entreprise*, que nous mesurons par le log de la capitalisation boursière de l'entreprise (LOGCAPI). Il est probable que la taille de l'entreprise soit corrélée avec la plupart de nos variables explicatives, nous vérifierons donc l'absence de colinéarité dans les régressions comportant cette variable.
- La troisième variable de contrôle est *le secteur de l'entreprise*. Cette variable étant fixe dans le temps, nous ne pouvons tester son influence que via les régressions sur données moyennes[154].

Influence des variables de contrôle sur les régressions avec effets fixes :

Le Tableau 65 présente les résultats des régressions avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat, après introduction des variables de contrôle TXRDTEX et LOGCAPI. Etant données les fortes colinéarités créées par cette dernière variable, nous présentons les résultats des régressions avec LOGCAPI *(régressions (1) et (3))* et sans LOGCAPI (*régressions (2) et (4)).*

L'influence des deux variables de contrôle est significative. Le taux de rendement en dividende de l'année précédente influence fortement et positivement le taux de rendement total de l'année. Au contraire, la taille influence négativement le taux de rendement. Ces deux variables améliorent significativement le pouvoir explicatif de la régression.

Elles ne modifient pas le sens des relations entre la variable à expliquer et les variables d'actionnariat, mais altèrent ou améliorent la significativité de quelques mesures. Ainsi, la variable CONTDIR (*contrôle du dirigeant*) devient non significative lorsque la variable LOGCAPI est insérée. Ce résultat confirme les conclusions précédentes et montre que l'actionnariat dirigeant a une influence négligeable sur les politiques de distribution. De même, BANK1 n'est pas toujours significative. Cela confirme de nouveau la faiblesse de son influence. Enfin, l'effet du second actionnaire (CONTBLOC2) est renforcé par l'insertion des variables de contrôle.

[154] Nous présentons ces résultats au paragraphe (3.3.2.), page 352.

Tableau 65 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – INTRODUCTION DE VARIABLES DE CONTROLE

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
CONTDIR [1]	∩ ou ∪	*0.00768* *(1.51)*	**0.0101**** **(2.01)**	*0.00805* *(1.54)*	**0.0130**** **(2.25)**
ACTMAJ1 [2]	+ ou -	**-0.00609***** **(-3.30)**	**-0.00589***** **(-3.03)**	**-0.00676***** **(-3.56)**	
CONT1CARRE [2]	∩ ou ∪				**-0.0139*** **(-1.97)**
BANK1	Sig.	**-0.00631*** **(-1.79)**	**-0.00600*** **(-1.68)**	*-0.00563* *(-1.58)*	*-0.00580* *(-1.64)*
ETAT1	Sig.	**0.00887***** **(3.24)**	**0.00745***** **(2.93)**	**0.0120***** **(4.74)**	**0.00823***** **(3.16)**
INST1	Sig.	**0.00553**** **(2.34)**	**0.00603***** **(2.78)**	**0.00578**** **(2.40)**	**0.00627***** **(2.89)**
CONTBLOC2 [1]	Sig.	**-0.0316***** **(-2.61)**	**-0.0295**** **(-2.34)**	**-0.0240*** **(-1.97)**	**-0.0317**** **(-2.41)**
SALA23	Sig.	**0.00713***** **(2.62)**	**0.00688**** **(2.55)**		**0.00742***** **(2.71)**
BANK23	Sig.			**-0.00354*** **(-1.69)**	
TXRDTEX	+	**0.170***** **(4.47)**	**0.169***** **(4.55)**	**0.175***** **(4.70)**	**0.169***** **(4.52)**
LOGCAPI	?	**-0.00215**** **(-2.40)**		**-0.00208**** **(-2.29)**	
CONSTANTE		0.0515*** (3.91)	0.0209*** (10.8)	0.0513*** (3.87)	0.0206*** (8.92)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non
R^2 within		8,13%	7,28%	7,45%	7,05%
R^2 ajusté (équivalent régression variables binaires ent.)		66,07%	65,80%	65,82%	65,72%
F		10,18***	8,02***	7,87***	6,55***
Indice de conditionnement		27,56	5,52	27,50	5,58
Nbre observations/ Nbre ent.		945 / 167			

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. Sig. : influence significative ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation.
∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.
[1] *Seule cette mesure de la variable est significative.*
[2] *Les résultats sont identiques pour les autres mesures de la variable.*

3.3.2. Régressions sur données moyennes

Afin de compléter les résultats apportés par les régressions avec effets fixes, nous menons à présent des régressions sur données moyennes.

Nous avons vu au Chapitre 5 que lorsqu'une variable est stable dans le temps, elle ne peut être testée par un modèle avec effets fixes. La régression sur données moyennes, puisqu'elle s'intéresse aux variations inter firmes, permet d'étudier l'influence de ces variables fixes ou quasi fixes sur le taux de rendement. Elle permet aussi de capter les différences d'effet selon que les changements de la variable sont stables ou temporaires. La régression sur données moyennes complète donc utilement la régression avec effets fixes.

Le Tableau 66 synthétise les résultats de ces régressions sur données moyennes. Les régressions (1), (2) et (3) présentent les résultats sans variable de contrôle. Les régressions (4), (5) et (6) contiennent nos variables de contrôle [155]: variables binaires de secteur et LOGCAPI. Cependant, LOGCAPI, qui n'est pas significative, crée des problèmes de colinéarité. Les régressions (7), (8) et (9) présentent donc les régressions avec les variables de secteur, mais sans LOGCAPI.

Nous présentons succinctement ces résultats et les discutons dans le paragraphe suivant.

Actionnariat interne

Les régressions sur données moyennes confirment la non significativité des variables d'actionnariat interne.

Détention ou contrôle du premier actionnaire

Les régressions sur données moyennes montrent que l'influence du premier actionnaire est non significative. Ce résultat est contraire à celui obtenu dans les analyses précédentes et qui montrait l'existence d'une relation de forme concave décroissante.

Détention ou contrôle du second ou troisième actionnaire

Les régressions sur données moyennes confirment l'influence négative du contrôle du second actionnaire, sauf lorsque la variable LOGCAPI est insérée. Cette influence est uniquement significative à 10%.

[155] Les variables de contrôle sont présentées au point (2.3.1.), page 326.

Identité des trois premiers actionnaires

Les analyses sur données moyennes confirment l'influence de l'identité des actionnaires sur le taux de rendement. BANK1 a une influence significative et positive sur le taux de rendement, mais cette influence disparaît lorsque les variables de contrôle sont insérées. INST1 et FAM23 influencent négativement le taux de rendement et BANK23 positivement. ETAT23 a une influence positive, mais qui disparaît lorsqu'on insère les variables de contrôle.

Variables de contrôle

Le secteur d'activité influence significativement le taux de rendement. Les comportements de distribution des entreprises françaises seraient donc hétérogènes selon les industries.

Sur données moyennes, la variable LOGCAPI a un coefficient positif, mais une influence non significative ou significative uniquement à 10%.

Tableau 66 – Régressions sur données <u>moyennes</u> du taux de rendement sur les variables d'actionnariat

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CONTDIR [1]	∩ ou ∪	*-0.00599* *(-1.23)*			*-0.00328* *(-0.56)*			*-0.00765* *(-1.52)*		
ACTMAJ1 [1]	+ ou -		*-0.00212* *(-0.76)*			*-0.00101* *(-0.37)*			*-0.00326* *(-1.24)*	
CONT1CARRE [1]	∩ ou ∪			*-0.00424* *(-0.69)*			*-0.00334* *(-0.51)*			*-0.00893* *(-1.45)*
BANK1 [2]	Sig.	**0.00943*** **(1.88)**	**0.0114**** **(2.36)**	**0.0115**** **(2.37)**	*-0.00194* *(-0.33)*	*-0.000781* *(-0.14)*	*-0.000779* *(-0.14)*	*-0.00353* *(-0.64)*	*-0.000896* *(-0.16)*	*-0.000850* *(-0.16)*
INST1 [2]	Sig.	**-0.0100**** **(-2.55)**	**-0.00924**** **(-2.49)**	**-0.00918**** **(-2.45)**	**-0.00852**** **(-2.26)**	**-0.00797**** **(-2.24)**	**-0.00824**** **(-2.35)**	**-0.0104***** **(-2.98)**	**-0.0096***** **(-2.85)**	**-0.0100***** **(-2.98)**
CONTBLOC2	Sig.	**-0.0250*** **(-1.85)**	**-0.0251*** **(-1.81)**	**-0.0266*** **(-1.83)**	*-0.0228* *(-1.56)*	*-0.0223* *(-1.49)*	*-0.0243* *(-1.57)*	**-0.0259*** **(-1.79)**	**-0.0261*** **(-1.73)**	**-0.0305**** **(-2.01)**
BANK23 [2]	Sig.	**0.0111**** **(2.18)**	**0.0117**** **(2.42)**	**0.0112**** **(2.26)**	**0.00939*** **(1.80)**	**0.00965*** **(1.90)**	**0.00930*** **(1.80)**	**0.00919*** **(1.81)**	**0.00983**** **(2.06)**	**0.00885*** **(1.77)**
FAM23 [2]	Sig.	**-0.0077***** **(-2.67)**	**-0.0085***** **(-2.91)**	**-0.0085***** **(-2.95)**	*-0.00435* *(-1.44)*	*-0.00465* *(-1.53)*	*-0.00477* *(-1.58)*	**-0.00509*** **(-1.68)**	**-0.00613**** **(-2.04)**	**-0.00620**** **(-2.10)**
ETAT23 [2]	Sig.	**0.00841*** **(1.75)**	**0.0102**** **(2.06)**	**0.0103**** **(2.04)**	*0.00172* *(0.33)*	*0.00227* *(0.43)*	*0.00264* *(0.50)*	*0.00357* *(0.72)*	*0.00574* *(1.18)*	*0.00611* *(1.23)*
LOGCAPI	?				*0.00135* *(1.46)*	**0.00150*** **(1.76)**	*0.00141* *(1.63)*			
VARIABLES BINAIRES INDUSTRIE		Non	Non	Non	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**	**Oui ⇒ Sig.**

CONSTANTE	0.0270*** (9.84)	0.0263*** (9.39)	0.0265*** (8.47)	0.00270 (0.19)	0.000229 (0.018)	0.00194 (0.15)	0.0232*** (8.38)	0.0227*** (7.86)	0.0236*** (8.12)
R^2	22,22%	21,70%	21,67%	34,61%	34,49%	34,55%	33,27%	32,65%	33,08%
F	10,53***	10,03***	10,09***	10,92***	11,01***	10,87***	10,64***	10,11***	10,32***
Indice de conditionnement	4,72	4,88	5,30	30,33 [3]	28,96	30,67 [3]	5,37	5,62	5,87
Nombre d'observations	160								

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à l'hétéroscédasticité et à la non normalité des résidus.
F : test de Fisher de signification de la régression.
Sig. : influence significative ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation.
Variables binaires industries : 9 variables binaires à partir des 10 industries de la classification ICB.
[1] *Résultats identiques pour les autres mesures de la variable.*
[2] *Les autres variables d'identité ne sont pas significatives.*
[3] *L'indice de conditionnement est supérieur à 30, signe d'une forte colinéarité. Cela est du à la variable LOGCAPI. Etant donné qu'elle n'est pas significative, nous présentons en colonne (7), (8) et (9) les résultats sans cette variable.*

3.4. SYNTHESE

Le Tableau 67, page 363 récapitule les relations entre variables d'actionnariat et taux de rendement, mises en avant dans ce paragraphe. Il ressort de ces analyses que la structure de l'actionnariat des entreprises françaises influence leurs décisions de politiques de distribution. Nous détaillons ces résultats ci-dessous et discutons des divergences entre régressions avec effets fixes et régressions sur données moyennes.

**** Actionnariat interne***

L'actionnariat interne n'influence pas significativement les politiques de distribution. Seule la variable CONTDIR (*contrôle du dirigeant*) est parfois significative à 10%, mais cette influence disparaît lorsqu'on insère des variables de contrôle. Nous ne pouvons donc pas conclure à l'effet significatif de l'actionnariat des dirigeants sur les politiques de distribution.

Ce résultat est certainement la conséquence de la concentration de l'actionnariat en France. L'actionnariat des dirigeants n'a d'influence qu'à partir du moment où ils font partie des principaux actionnaires, comme le montre l'effet de la variable PVOIR2 (*le dirigeant est-il un actionnaire important ?*).

⇒ Notre étude empirique infirme les hypothèses H2 et H2-Bis de notre premier modèle de recherche, sur l'influence de l'actionnariat dirigeant sur les distributions.

**** Détention ou contrôle du premier actionnaire***

Les régressions avec effets fixes montrent l'existence d'une relation de forme concave décroissante entre la détention et le contrôle du premier actionnaire et le taux de rendement. De plus, la présence d'un actionnaire majoritaire a une influence négative. Ces résultats diffèrent de ceux issus des régressions sur données moyennes qui trouvent que l'influence du premier actionnaire est non significative.

Cette différence de résultats peut être attribuée à la taille des échantillons (945 observations pour les données de panel, 160 pour les données moyennes). Si la relation entre taux de rendement et détention du premier actionnaire est faible, il est plus difficile de la mettre en avant dans un petit échantillon. De plus, le fait de contrôler l'hétérogénéité des comportements a peut-être permis de rendre significative cette relation.

Nous considérons donc qu'il existe une influence négative du premier actionnaire sur la distribution, principalement quand il est majoritaire. Cependant, cette relation est certainement faible.

Est-ce que ce résultat est le signe d'une substitution entre deux modes de gouvernance ou celui d'une expropriation des actionnaires minoritaires par le majoritaire ? Deux éléments nous poussent à conclure à l'expropriation des minoritaires :

– Tout d'abord, l'influence de ACTMAJ (*Existe-t-il un actionnaire majoritaire ?*) est plus forte que celles des autres variables (*actionnariat et contrôle du premier actionnaire* : ACT1 et CONT1). Ainsi, le premier actionnaire influence très négativement la distribution dès qu'il est majoritaire et donc en mesure de procéder à des expropriations.

– De plus, l'influence négative de PVOIRACT (*importance relative du premier actionnaire par rapport aux autres*) montre que le premier actionnaire a une influence d'autant plus négative sur la distribution, qu'il est seul. Or, s'il y avait substitution entre deux modes de gouvernance, la distribution serait d'autant plus faible que les seconds actionnaires sont importants et surveillent efficacement les dirigeants.

En France, nos résultats montrent que la présence d'un gros actionnaire ne constitue pas un mécanisme de gouvernance dans le cadre d'un conflit entre actionnaires et dirigeants. Au contraire, le contrôle et l'actionnariat du premier actionnaire déterminent l'ampleur du conflit qui oppose actionnaires minoritaires et majoritaires. Faute de mécanisme efficace de surveillance des actionnaires majoritaires, ces derniers minimisent les distributions afin de maximiser leurs bénéfices privés. La distribution ne parvient pas à jouer son rôle de gouvernance, puisqu'elle ne permet pas de limiter les risques d'expropriation.

⇒ Notre étude empirique montre l'influence importante de la présence d'un actionnaire de contrôle.

Cela confirme l'hypothèse H4-bis de notre premier modèle de recherche sur l'influence négative du premier actionnaire sur la distribution.

En revanche, l'hypothèse H3-bis est mise à mal. La relation entre la détention du premier actionnaire et la distribution n'est pas en forme de U inversé, mais de forme concave décroissante. La distribution est donc surtout influencée par des niveaux élevés de détention du premier actionnaire, mais reste assez stable à des niveaux faibles.

**** Détention ou contrôle du second ou troisième actionnaire***

L'influence du second actionnaire sur les politiques de distribution est négative. Toutes nos analyses mettent en avant ce résultat, même si cette relation semble faible.

Cette influence négative peut trouver deux explications :

- Le second actionnaire surveille efficacement le premier actionnaire. Il n'est donc pas nécessaire de mettre en place des mécanismes de gouvernance coûteux tel que les politiques de distribution. Il y a substitution entre distribution et contrôle du second actionnaire.
- Le second actionnaire participe à l'expropriation des minoritaires et cherche à dégager des bénéfices privés. Dans ce cas, plus le second actionnaire a de contrôle, plus il facilite l'extraction de bénéfices privés et pousse à une diminution des distributions.

Il est difficile à partir de nos résultats, de trancher entre ces deux hypothèses. Afin de compléter nos tests, nous avons donc étudié l'influence du contrôle du second actionnaire, selon son identité. Les résultats sont présentés en Annexe 7. Ils montrent que le sens et l'ampleur de l'influence de CONTBLOC2 (*contrôle du second actionnaire*) varient selon l'identité de l'actionnaire. Les entreprises et les familles ont une influence très négative sur le taux de rendement. Les résultats sur l'influence des autres catégories d'actionnaires varient selon la méthode de régression utilisée.

Il est donc probable que certains actionnaires se substituent à la distribution, que d'autres poussent à la distribution et qu'enfin certains la diminuent afin de participer à l'extraction de bénéfices privés.

⇒ Notre étude empirique confirme l'hypothèse H6 de notre premier modèle de recherche. Le sens de l'influence du second actionnaire dépend principalement de son identité.

**** Identité des trois premiers actionnaires***

Notre étude confirme l'influence de l'identité des actionnaires sur le taux de rendement. Cependant, selon les méthodes d'analyses utilisées, ce ne sont pas les mêmes variables qui sont significatives et le sens des relations varie.

La variable INST1 (*le premier actionnaire est-il un institutionnel ?*) a une influence positive sur les données de panel, et négative sur les données moyennes, et vice versa pour BANK1 (*le premier actionnaire est-il une banque ?*) et BANK23 (*le deuxième ou le troisième actionnaire est-il une banque ?*). De plus, FAM23 (*le deuxième ou le troisième actionnaire est-il une famille?*) et ETAT23 (*le premier actionnaire est-il un état ?*) ne sont significatives que sur les régressions moyennes et SALA23 (*le deuxième ou le troisième actionnaire est-il un groupement*

de salariés ?) et ETAT1 (*le premier actionnaire est-il un état ?*) que sur les données de panel. Nous discutons de ces différents résultats ci-dessous.

⇒ Discussion de l'influence des variables FAM23 et ETAT23 (*variables significatives uniquement dans les régressions sur données moyennes*)

– Dans le cas d'ETAT23, cette différence peut s'expliquer par une stabilité de la variable sur les 6 années d'étude. En effet, ETAT23 ne varie que pour 4 entreprises sur 167. Les régressions avec effets fixes ne peuvent donc pas capter son influence. Ainsi, la présence de l'Etat en second ou troisième actionnaire a une influence positive sur la distribution. Cependant, cet effet disparaît lorsqu'on insère les variables de contrôle. **Nous ne pouvons donc pas considérer que ETAT23 ait une influence significative sur la distribution.**

– Dans le cas de FAM23, la variable varie dans le temps pour un nombre important d'entreprises. Ainsi, il est délicat de tenir compte des résultats sur données moyennes. La significativité de la variable dans les régressions sur données moyennes est certainement le résultat de la non prise en compte de l'hétérogénéité des comportements des entreprises. **Nous considérons donc l'effet de FAM23 sur la distribution comme non significatif**.

⇒ Discussion de l'influence des variables ETAT1 et SALA23 (*variables significatives uniquement dans les régressions sur données de panel*)

Si la relation entre l'identité de l'actionnaire et le taux de rendement est faible, la taille de l'échantillon des données moyennes (160 observations contre 945 pour les données de panel) n'est peut être pas suffisante pour la mettre en avant. Ainsi, ces différents résultats nous amènent à conclure que **ETAT1 et SALA23 ont une influence significative et positive, mais faible sur le taux de rendement**.

Ce second résultat est intéressant car les salariés s'opposent généralement aux politiques de distribution trop généreuses et préfèrent favoriser l'emploi ou les salaires. Notre étude suggère donc que le comportement des actionnaires salariés est différent de celui des simples salariés.

⇒ Discussion de l'influence des variables BANK1, BANK23 et INST1 (*variables dont l'influence change de signe selon les méthodes d'analyse*)

Cette différence de résultats peut se justifier de deux façons :

– La non prise en compte de l'hétérogénéité des comportements dans les régressions sur données moyennes biaise les résultats.

Dans ce cas, l'influence significative et valide serait celle des régressions avec effets fixes. Ainsi, BANK1 influence négativement le taux de rendement et INST1 l'influence positivement.

– La régression avec effets fixes étudie les écarts à la moyenne pour chaque entreprise. Pour les variables d'identité, un écart signifie un changement de type d'actionnaire pendant la période 2000-2005. Cette méthode ne s'intéresse donc qu'aux entreprises qui ont changé de premier actionnaire et capte l'effet d'un tel changement immédiatement après qu'il ait eu lieu.

Au contraire, la régression sur données moyennes étudie les différences entre entreprises. Elle compare des situations plus stables, puisque les entreprises prises en compte dans l'étude n'ont pas forcément changé de type d'actionnaire au cours des 6 années. Elles peuvent avoir le même premier actionnaire depuis de nombreuses années.

Ainsi, la régression avec effets fixes étudie les changements d'actionnariat alors que la régression sur moyennes étudie les situations stables. La comparaison des résultats issus de ces deux types de régression permet donc d'apprécier l'influence sur le taux de rendement de l'identité d'un actionnaire, selon la récence de sa présence dans l'entreprise.

Cette justification théorique permet d'expliquer les résultats obtenus sur les variables BANK1, BANK23 et INST1.

Dans le cas des variables BANK1 et BANK23, les régressions avec effets fixes montrent que le montant de la distribution diminue lorsqu'une banque devient actionnaire. Mais les régressions sur données moyennes dévoilent que les entreprises dont les banques sont actionnaires ont tendance à distribuer plus. Ces résultats permettent de capter la dynamique des comportements et nous proposons l'interprétation suivante :

– Les banques investissent dans des firmes pour obtenir une bonne rentabilité. Lorsqu'elles entrent dans l'actionnariat d'une entreprise, elles cherchent à améliorer les performances de l'entreprise et procèdent à certains changements. Pour financer ces changements, elles utilisent l'autofinancement et diminuent donc les distributions. Leur influence immédiate sur la distribution est négative.

– Lorsque les « restructurations » mises en œuvre ont porté leurs fruits, les actionnaires peuvent de nouveau recevoir des liquidités. Les banques exigent alors des distributions plus importantes que la moyenne. Ainsi, sur la durée, les entreprises dont le premier actionnaire est une banque distribuent plus que les autres.

Dans le cas de la variable INST1, les régressions avec effets fixes montrent que le montant de la distribution augmente lorsqu'un institutionnel devient premier actionnaire. Mais les régressions sur données moyennes dévoilent que les entreprises dont le premier actionnaire est un institutionnel ont tendance à distribuer moins. Ces résultats permettent de capter la

dynamique des comportements. Sachant que les investisseurs institutionnels sont rarement les dirigeants de l'entreprise dont ils sont actionnaires, nous proposons l'interprétation suivante :

- Lorsque l'institutionnel devient premier actionnaire d'une entreprise, il exige immédiatement de grosses distributions afin de limiter l'extraction de bénéfices privés par les dirigeants. L'arrivée d'un tel actionnaire a donc une influence positive sur le taux de rendement.
- Lorsque l'institutionnel est actionnaire depuis un certain temps, il connaît alors davantage les dirigeants et est capable de les surveiller efficacement. La distribution peut alors diminuer, sans risque d'expropriation. Ainsi, en moyenne les entreprises dont les premiers actionnaires sont des institutionnels distribuent moins.

Le fait que l'influence des investisseurs institutionnels ne soit significative que lorsqu'ils sont les premiers actionnaires laisse penser qu'ils n'assument leur rôle de surveillant que lorsqu'ils sont des actionnaires importants de l'entreprise.

⇒ **Influence non significative des autres variables d'identité** sur le taux de rendement.

D'après notre étude, les entreprises et les familles n'influencent pas le taux de rendement. Ce résultat peut être le signe de la neutralité de ces actionnaires vis-à-vis des politiques de distribution, mais il peut aussi être la conséquence de l'hétérogénéité de ces acteurs.

Notre étude qualitative nous a en effet montré la diversité des motivations des actionnaires individuels. Selon leur caractère ou le mode de financement de leurs titres, leur influence sur la distribution varie. Ainsi, il est peu probable qu'une simple variable binaire suffise à mettre en avant l'influence des familles. Pour valider cette hypothèse, des tests plus précis seraient nécessaires[156].

⇒ Notre étude empirique confirme les hypothèses H5 et H7 de notre premier modèle de recherche : l'identité des actionnaires influence significativement les politiques de distribution. Les groupements de salariés et les états poussent à la distribution, alors que l'influence des banques et des institutionnels varie selon la récence de leur actionnariat.

[156] Si nous avons mal mesuré l'hétérogénéité de certains acteurs, leur influence doit alors se retrouver intégrée aux effets fixes introduits dans les régressions. En conséquence, une étude des liens entre les caractéristiques des actionnaires individuels (mode d'obtention des titres (achat, héritage, fondateur), famille ou personne seule,

<u>Hypothèses sur les liens entre politique de distribution et variables d'actionnariat :</u>

Notre étude empirique sur les entreprises françaises conforte :

- l'hypothèse H4-bis sur l'influence négative du premier actionnaire ;

- l'hypothèse H6 sur l'influence significative des actionnaires de blocs ;

- l'hypothèse H5 et H7 sur l'influence significative de l'identité des actionnaires.

Par contre, l'hypothèse H2, sur l'influence de l'actionnariat des dirigeants n'est pas validée. Et l'hypothèse H3 sur l'influence de la détention du premier actionnaire est mise à mal. La relation n'est pas en forme de U ou de U inversé, mais de forme concave décroissante.

personnalité…) et les effets fixes de nos régressions pourraient permettre de déterminer les caractéristiques de ces acteurs qui ont un effet significatif sur les politiques de distribution. Ce pourra être le sujet d'une étude future.

Tableau 67 – Influence des variables d'actionnariat sur le taux de rendement - SYNTHESE DES RESULTATS DU PARAGRAPHE (3.)

Variables	Relation attendue	Analyses bivariées	Analyses multivariées sur données de panel, avec effets fixes		Analyses multivariées sur données moyennes		Mesures les plus significatives	
			Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle	Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle	Données de panel	Données moyennes
ACTIONNARIAT INTERNE	**∪ ou ∩**	NS	+/NS	+/NS	NS	NS	CONTDIR	
PREMIER ACTIONNAIRE								
- Détention ou contrôle	**∪ ou ∩**	NS	Concave	Concave	NS	NS	ACTMAJ1	
- Actionnaire majoritaire	**+ ou -**	NS	-	-	NS	NS	CONT1²	
- Identité	**Sig.**	Sig.	Sig.	Sig.	Sig.	Sig.		
Banque		+	-	-	+	*NS*		
Famille		-	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	BANK1	BANK1
Entreprise		*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	ETAT1	INST1
Etat		*NS*	+	+	*NS*	*NS*	INST1	
Investisseur Institutionnel		-	+	+	-	-		
Salariés		+	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*		
BLOC D'ACTIONNAIRES								
- Détention ou contrôle	**Sig.**	-	- /NS	-	-	-	CONTBLOC2	CONTBLOC2
- Identité	**Sig.**	Sig.	Sig.	Sig.	Sig.	Sig.		
Banque		+	-	-	+	+	BANK23	BANK23
Famille		-	*NS*	*NS*	-	-		FAM23
Entreprise ou Institution		*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*		ETAT23
Etat		*NS*	*NS*	*NS*	+	*NS*		
Salariés		+	+	+	*NS*	*NS*	SALA23	
VARIABLES CONTROLE								
- Taille	**?**			-		NS		
- Tx rdt dividende (t-1)	**+**			+		Non testé		
- Secteur d'activité	**?**			Non testé		Sig.		

NS : non significatif ; **Sig** : significatif ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation ; ∪: relation en forme de U ; ∩ : relation en forme de U inversé.

4. ETUDE DE LA RELATION ENTRE POLITIQUE DE DISTRIBUTION ET VARIABLES DE GOUVERNANCE

Nous venons de tester l'influence des variables d'actionnariat et nous nous intéressons à présent aux variables de gouvernance.

Le paragraphe 4 teste l'existence de liens entre politique de distribution et variables de gouvernance (Hypothèses H8 et H9). Plusieurs analyses sont proposées :

– des analyses bivariées commentées au point (4.1), mais présentées en Annexe 6;

– des régressions multivariées avec effets fixes, intégrant l'ensemble des variables de gouvernance (4.2.);

– des régressions multivariées sur données moyennes, intégrant les variables de gouvernance (4.3).

A la page 381, un tableau synthétise ces résultats. Nous les discutons au point (4.4.), ainsi qu'à la fin de ce chapitre.

4.1. ANALYSES BIVARIEES

Nous présentons succinctement les relations existant entre le taux de rendement et chacune des variables de gouvernance prises séparément. Les tableaux de résultats sont présentés dans l'Annexe 6.

– **Influence de la dette**

Le niveau de la dette totale influence négativement et significativement (au seuil de 10%) le taux de rendement de la distribution, conformément à l'hypothèse H8-C.

La dette à court terme a certainement une influence forte sur le taux de rendement, car c'est la dette totale et non la dette à long terme qui a un effet significatif.

– **Influence des caractéristiques du conseil**

Afin d'apprécier la qualité globale d'un conseil, nous regardons si les recommandations de l'AFG-ASFFI ont été mises en œuvre. Nous étudions ensuite l'influence de cette qualité sur les politiques de distribution. Les résultats des analyses bivariées montrent que la variable qui mesure le nombre de recommandations mises en place (RECOAFG) n'a pas d'influence significative sur le taux de rendement, contredisant l'hypothèse H9-A.

Influence de la taille du conseil

La taille du conseil n'a pas d'influence significative directe sur le taux de rendement. Cependant, les petits conseils (moins de 9 membres) distribuent moins que les grands. Cela contredit l'hypothèse H9-A/a.

Influence de la dissociation des fonctions de président et de directeur général

Les résultats des analyses bivariées montrent que DISSPDG n'influence pas significativement le taux de rendement. H9-A/b n'est pas validée par les tests bivariés.

Influence des comités du conseil

Les résultats des analyses bivariées montrent que le nombre de comités assistant le conseil n'a aucune influence sur le taux de rendement. Cependant, les entreprises possédant un comité de rémunération, un de nomination et un d'audit distribuent en moyenne davantage que les autres firmes. Ce résultat va dans le sens de l'hypothèse H9-A/c.

Influence du fondateur sur le conseil

Les résultats des analyses bivariées montrent que l'actionnariat et la détention des fondateurs (FONDCA2 et FONDCA3) n'ont pas d'influence significative sur le taux de rendement. Cependant, les entreprises où le fondateur est présent au conseil (FONDCA1) distribuent significativement moins que les autres. Ce résultat conforte l'hypothèse H9-A/d.

Influence de l'indépendance du conseil

Les résultats des analyses bivariées montrent que l'indépendance des membres du conseil influence positivement le taux de rendement conformément à notre hypothèse H9-A/e. Plus le conseil comprend de membres indépendants, plus le taux de rendement est élevé. Les entreprises dont le conseil a plus d'un tiers de membres indépendants, tel que recommandé par l'AFG-ASFFI, distribuent significativement plus.

Influence du type de conseil

Conformément à notre hypothèse H9-A/f, les résultats des analyses bivariées montrent que le type de conseil n'a pas d'influence significative sur le taux de rendement.

– **Influence des stock-options**

Les résultats des analyses bivariées montrent que les stock-options n'influencent pas significativement le taux de rendement, même dans les entreprises n'ayant pas d'actionnaire majoritaire. L'hypothèse H9-B est pour l'instant rejetée.

Conclusion des analyses bivariées

Les analyses bivariées confortent l'hypothèse H8-C sur l'influence négative de la dette, mais mettent à mal l'hypothèse H9-B sur l'effet des stock-options.

Concernant l'hypothèse H9-A sur l'influence du CA, les résultats sont divergents et il est difficile de conclure pour l'instant.

4.2. ANALYSES MULTIVARIEES

Nous testons à présent nos hypothèses H8 et H9 à travers des régressions multiples intégrant toutes les variables de gouvernance. De nouveau, ces résultats font l'objet d'un bref commentaire et seront discutés plus amplement dans la synthèse proposée au paragraphe (4.4.), ainsi qu'à la fin de ce chapitre.

4.2.1. Influence de la dette

Hypothèse testée : H8-C

Il existe une relation négative entre le niveau de la dette de la firme et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 68)

Les tests multivariés confirment les résultats des tests bivariés. Le niveau de dette totale d'une entreprise influence négativement le taux de rendement. Cela confirme l'hypothèse H8-C.

Politique de distribution et endettement peuvent être considérés comme deux mécanismes de gouvernance substituables.

Le fait que seule la dette totale ait une influence significative montre l'importance de la dette à court terme. Elle permet aux créanciers d'exercer une pression continue sur les dirigeants et ainsi de les inciter à avoir un bon comportement.

⇒ L'hypothèse H8-C sur la substituabilité de la dette et des politiques de distribution est validée.

Tableau 68 –Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DE LA DETTE

	Relation attendue	(1)	(2)
DETTETOT	-	**-0.0124**** **(-2.00)**	
DETTELT	-		*-0.00909* *(-1.25)*
INDCA1	+	0.00115*** (2.75)	0.00115*** (2.69)
CONSTANTE		0.0216*** (10.8)	0.0200*** (12.21)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non
R^2 within		1,83%	1,56%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		64,08%	63,98%
F		5,31***	3,83***
Indice de conditionnement		4,13	3,56
Nombre d'observations		945	
Nombre d'entreprises		167	

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.

4.2.2. Influence de l'efficacité du conseil

Hypothèse testée : H9-A

Il existe une relation positive entre le niveau d'efficacité du conseil et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Cette hypothèse se décompose en six sous - hypothèses :

– *H9-A/a :* relation négative entre distribution et taille du conseil;

– *H9-A/b :* relation positive entre distribution et dissociation des fonctions de président et de directeur;

– *H9-A/c :* relation positive entre distribution et comités assistant le conseil;

– *H9-A/d :* relation négative entre distribution et influence du fondateur sur le conseil ;

– *H9-A/e* : relation positive entre distribution et indépendance des membres du conseil ;

– *H9-A/f :* pas de relation entre distribution et type de conseil.

Résultats des tests multivariés sur l'influence des caractéristiques du conseil (Tableau 69)

Les régressions multivariées avec effets fixes montrent que les caractéristiques du conseil influencent peu les politiques de distribution. La variable RECOAFG qui mesure la conformité du conseil aux principes de bonne gouvernance n'est pas significative. De plus, le type de conseil, sa taille, la présence de comités et la dissociation des fonctions de président et de directeur n'ont pas d'effet significatif sur la distribution. L'influence du fondateur sur le conseil ne modifie pas non plus les politiques de distribution. Ainsi, seule l'indépendance du conseil influence positivement et significativement les montants de distribution.

Ces différents résultats mettent en doute le rôle du conseil dans la détermination des politiques de distribution. Est-ce la conséquence de la concentration de l'actionnariat en France et de la diminution des pouvoirs du conseil en présence d'un actionnaire majoritaire ?

Afin de répondre à cette question, nous avons reproduit les mêmes régressions dans les entreprises sans actionnaire majoritaire[157]. L'Annexe 8 présente ces résultats.

Il apparaît peu de différences entre les deux analyses. Les différentes variables restent non significatives, et INDCA1 n'est plus significative qu'à 10%. L'influence du conseil serait donc moindre dans les entreprises sans actionnaire majoritaire.

⇒ La seule caractéristique du conseil influençant les politiques de distribution est l'indépendance de ses membres. Cette neutralité des caractéristiques du conseil ne semble pas fonction de la présence ou de l'absence d'un actionnaire majoritaire.

Les résultats de cette étude empirique valident donc l'hypothèse H9-A/e sur l'influence positive de l'indépendance du conseil et l'hypothèse H9-A/f sur la non significativité du type de conseil. Par contre, les hypothèses H9-A/a, H9-A/b, H9-A/c et H9-A/d ne sont pas validées.

[157] Pour cela, nous avons testé l'influence de l'interaction des caractéristiques du conseil avec la variable binaire PASACTMAJ, prenant la valeur de 1 lorsqu'il n'y a pas d'actionnaire majoritaire dans l'entreprise.

Tableau 69 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – VARIATIONS AUTOUR DES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
RECOAFG	+	*0.00101* *(1.06)*												
MBRCA	-		*-0.0001* *(-0.24)*											
MBRCA2	+			*0.00167* *(0.74)*										
DISSPDG	+				*0.00174* *(0.99)*									
COMITECA1	+					*0.00002* *(0.024)*								
COMITECA2	+						*0.00101* *(0.53)*							
FONDCA1	-										*0.00535* *(1.20)*			
FONDCA2	-											*0.0106* *(1.26)*		
FONDCA3	-												*0.0121* *(1.38)*	
INDCA1	+	**0.001**** **(2.13)**	**0.001***** **(2.89)**	**0.001***** **(2.92)**	**0.001***** **(2.81)**	**0.001***** **(2.62)**	**0.001**** **(2.49)**	**0.001***** **(2.75)**			**0.001***** **(2.85)**	**0.001***** **(2.85)**	**0.001***** **(2.90)**	**0.001***** **(2.75)**
INDCA2	+								**0.010**** **(2.43)**					

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
INDCA3	+									*0.00215* *(1.25)*				
TYPECONS	NS													*-0.0005* *(-0.17)*
DETTETOT	-	**-0.01**** **(-2.00)**	**-0.01**** **(-2.00)**	**-0.01*** **(-1.94)**	**-0.01**** **(-1.98)**	**-0.01**** **(-1.99)**	**-0.01**** **(-2.00)**	**-0.01**** **(-2.00)**	**-0.01*** **(-1.83)**	**-0.01*** **(-1.88)**	**-0.01**** **(-2.00)**	**-0.01**** **(-2.09)**	**-0.01**** **(-2.13)**	**-0.01**** **(-2.00)**
CONSTANTE		0.02*** (7.67)	0.02*** (4.42)	0.02*** (9.01)	0.02*** (9.76)	0.02*** (10.6)	0.02*** (10.7)	0.02*** (10.8)	0.02*** (12.4)	0.02*** (13.8)	0.02*** (5.68)	0.02*** (6.58)	0.02*** (5.73)	0.02*** (7.54)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within		2,04%	1,84%	1,92%	1,97%	1,83%	1,89%	1,83%	1,25%	0,74%	1,97%	1,98%	2,08%	1,84%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		64,11%	64,03%	64,06%	64,08%	64,03%	64,05%	64,08%	63,86%	63,67%	64,08%	64,08%	64,12%	64,03%
F		3,95***	3,62**	3,98***	3,84**	3,54**	3,57**	5,31***	3,91**	2,48*	3,88**	3,81**	4,05***	3,54**
Indice de conditionnement		7,00	7,22	5,72	4,66	4,90	4,59	4,13	4,39	4,13	5,56	5,21	5,20	5,55
Nombre d'observations		945												
Nombre d'entreprises		167												

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
NS : Influence non significative.

4.2.3. Influence des stock-options

Hypothèse testée : H9-B

En présence d'un conflit actionnaires / dirigeants, il existe une relation négative entre le niveau des stock-options et les montants de distribution, toutes choses égales par ailleurs.

Résultats des tests multivariés (Tableau 70)

Le niveau des stock-options distribuées dans l'année aux dirigeants ou détenues par ces derniers n'a pas d'influence significative sur le taux de rendement.

Les stock-options sont un mécanisme d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Elles constituent un mécanisme de gouvernance particulièrement efficace quand il n'y a pas de gros actionnaires pour surveiller les dirigeants. Nous avons donc aussi testé l'influence des stock-options quand il n'y a pas d'actionnaire majoritaire (*Régression (3) et (4)*). Les résultats sont identiques. Le niveau des stock-options n'a pas d'effet sur les montants de distribution.

⇒ L'hypothèse H9-B, sur l'influence négative des stock-options, n'est pas pour l'instant validée.

Tableau 70 –Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DES STOCK-OPTIONS

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
STOCKOPT1	-	*-0.0592* *(-1.26)*			
STOCKOPT2	-		*0.00738* *(0.19)*		
STOCKOPT1* PASACTMAJ [1]	-			*-0,04702* *(-0,67)*	
STOCKOPT2* PASACTMAJ [1]	-				*-0.0157* *(-0.31)*
DETTETOT	-	-0.0126** (-2.03)	-0.0123** (-1.99)	-0,0125** (-2,02)	-0.0125** (-2.03)
INDCA1	+	0.00116*** (2.76)	0.00115*** (2.75)	0,00115*** (2.76)	0.00116*** (2.79)
CONSTANTE		0.0217*** (10.88)	0.0215*** (10.61)	0,0216*** (10,87)	0.0216*** (10.73)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non
R^2 within		1,90%	1,83%	1,86%	1,84%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		64,05%	64,03%	64,04%	64,03%
F		3,93***	3,55**	3,71***	3,83**
Indice de conditionnement		4,38	4,69	4,28	4,41
Nombre d'observations **Nombre d'entreprises**		945 167			

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
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.
F : test de Fisher de signification de la régression.
[1] *PASACTMAJ est une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsqu'il n'y a pas d'actionnaire majoritaire à plus de 33% dans l'entreprise.*

4.3. ANALYSES COMPLEMENTAIRES

4.3.1. Influence des variables de contrôle

Nous utilisons les mêmes variables de contrôle que celles présentées au point (2.3.1) :

- La première variable est *le taux de rendement en **dividende*** de l'année N-1 (TXRDTEX).
- La seconde variable de contrôle est *la taille de l'entreprise*, que nous mesurons par le log de la capitalisation boursière de l'entreprise (LOGCAPI). Il est probable que la taille de l'entreprise soit corrélée avec la plupart de nos variables explicatives, nous vérifierons donc l'absence de colinéarité dans les régressions comportant cette variable.
- La troisième variable de contrôle est *le secteur de l'entreprise*. Cette variable étant fixe dans le temps, nous ne pouvons tester son influence que via les régressions sur données moyennes[158].

Influence des variables de contrôle sur les régressions avec effets fixes :

Le Tableau 71 présente les régressions avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance, après introduction des variables de contrôle TXRDTEX et LOGCAPI. Etant données les fortes colinéarités créées par cette dernière variable, nous présentons les résultats des régressions avec LOGCAPI *(régressions (1) et (2))* et sans LOGCAPI (*régressions (3) et (4))*.

L'influence des deux variables de contrôle est significative. Le taux de rendement en dividende de l'année précédente influence fortement et positivement le taux de rendement total de l'année. Au contraire, la taille de l'entreprise influence négativement son taux de rendement. Ces deux variables améliorent significativement le pouvoir explicatif de la régression.

Elles ne modifient pas le sens des relations entre la variable à expliquer et les variables d'actionnariat, mais altèrent ou améliorent la significativité de quelques mesures. Ainsi, la variable STOCKOPT1 devient significative (à 10%) et négative lorsque la variable LOGCAPI est insérée aux analyses.

[158] Ces analyses sont présentées au paragraphe (4.3.2.), page 375.

Tableau 71 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – INTRODUCTION DE VARIABLES DE CONTROLE

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
DETTETOT [2]	-	**-0.0159*** (-2.72)**	**-0.0159*** (-2.71)**	**-0.0126** (-2.20)**	**-0.0132** (-2.37)**
MBRCA [1]	-			*-0.0000843 (-0.19)*	
DISSPDG	+		*0.00174 (1.01)*		
COMITECA1 [1]	+			*-0.000105 (-0.15)*	
FONDCA3 [1]	-	*0.00930 (1.15)*	*0.00934 (1.16)*		*0.0127 (1.54)*
INDCA1[3]	+	**0.00104** (2.56)**	**0.00105*** (2.61)**	**0.000968** (2.41)**	**0.00102** (2.55)**
TYPECONS	NS	*-0.000926 (-0.32)*			
STOCKOPT1 [2]	-	**-0.0835* (-1.85)**	**-0.0832* (-1.83)**	*-0.0576 (-1.30)*	*-0.0566 (-1.27)*
TXRDTEX	+	**0.192*** (4.59)**	**0.191*** (4.59)**	**0.191*** (4.72)**	**0.192*** (4.78)**
LOGCAPI	?	**-0.00241*** (-2.68)**	**-0.00243*** (-2.70)**		
CONSTANTE		0.0514*** (3.59)	0.0503*** (3.59)	0.0200*** (4.27)	0.0159*** (5.13)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non
R^2 within		6,42%	6,54%	5,10%	5,36%
R^2 ajusté (équivalent régression avec variables binaires entreprises)		65,53%	65,58%	65,09%	65,23%
F		7,92***	7,92***	5,43***	6,93***
Indice de conditionnement		28,85	28,04	9,16	6,14
Nbre obs / Nbre ent		945 / 167			

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.
NS : influence non significative. **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation.
[1] *Résultats identiques pour les autres mesures de la variable.*
[2] *Les autres mesures de la variable ne sont pas significatives.*
[3] *Résultats identiques pour INDCA2. En revanche, INDCA3 n'est pas significatif.*

4.3.2. Régressions sur données moyennes

Afin de compléter les résultats apportés par les régressions sur données de panel, nous menons à présent des régressions sur données moyennes.

Nous avons vu au Chapitre 5 que lorsqu'une variable est stable dans le temps, son influence ne peut être testée par un modèle avec effets fixes. La régression sur données moyennes, puisqu'elle s'intéresse aux variations inter firmes, permet d'étudier l'influence de ces variables fixes ou quasi fixes sur le taux de rendement. Elle permet aussi de capter les différences d'effet selon que les changements de la variable sont stables ou temporaires. La régression sur données moyennes complète donc utilement la régression avec effets fixes.

Le tableau ci-dessous synthétise les résultats de ces régressions sur données moyennes. Les régressions (1) et (2) présentent les résultats sans variable de contrôle. Les régressions (3) et (4) contiennent nos deux variables de contrôle : industrie et LOGCAPI. Cependant, LOGCAPI, qui n'est pas significative, crée des problèmes de colinéarité. Les régressions (5) et (6) présentent donc les résultats sans LOGCAPI.

Nous présentons succinctement ces résultats et les discutons dans le paragraphe suivant.

Influence de l'endettement

L'influence négative de l'endettement sur les politiques de distribution disparaît lorsqu'on régresse nos variables à partir de données moyennes.

Caractéristiques du conseil

Les régressions sur données moyennes montrent l'influence significative de certaines caractéristiques du conseil :

- La taille du conseil a un effet positif sur le taux de rendement. Le fait qu'un conseil comporte moins de 9 membres l'influence significativement et négativement.
- La présence du fondateur de l'entreprise au conseil (FONDCA1) a un effet négatif sur la distribution. Les variables FONDCA2 et FONDCA3 n'ont un effet significatif sur le taux de rendement qu'en l'absence des variables de contrôle. Nous considérons donc que le contrôle et la détention des fondateurs n'influencent pas significativement les politiques de distribution.
- Les autres caractéristiques du conseil n'ont pas d'influence significative sur le taux de rendement. Cela confirme les résultats des régressions avec effets fixes, sauf pour l'indépendance du CA.

Stock-options

Contrairement aux régressions avec effets fixes, les régressions sur données moyennes mettent en avant une relation négative et significative à 1% entre les stock-options et le taux de rendement.

Variables de contrôle

L'industrie influence significativement le taux de rendement. Les comportements de distribution des entreprises françaises seraient donc hétérogènes selon les secteurs d'activité.

En revanche, sur données moyennes, la variable LOGCAPI a un coefficient positif, mais une influence non significative.

Tableau 72 – Régressions linéaires sur données <u>moyennes</u> du taux de rendement sur les variables de gouvernance

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DETTETOT [1]	-	*0.00800* *(0.80)*	*0.00773* *(0.79)*	*0.00698* *(0.74)*	*0.00550* *(0.61)*	*0.00684* *(0.73)*	*0.00538* *(0.60)*
MBRCA2 [1]	+	**-0.009***** **(-2.65)**	**-0.009***** **(-2.77)**		**-0.00616*** **(-1.77)**		**-0.00645*** **(-1.96)**
DISSPDG	+	*0.00105* *(0.37)*		*0.000956* *(0.33)*		*0.000965* *(0.33)*	
COMITECA1 [1]	+	*-0.00224* *(-1.33)*	*-0.00246* *(-1.46)*	*-0.000995* *(-0.54)*	*-0.00185* *(-0.99)*	*-0.000414* *(-0.25)*	*-0.00162* *(-0.93)*
INDCA1[1]	+	*0.000916* *(1.50)*	*0.000896* *(1.46)*	*0.000973* *(1.55)*	*0.000802* *(1.24)*	**0.00109*** **(1.82)**	*0.000846* *(1.35)*
FONDCA1[2]	-	**-0.010***** **(-2.80)**	**-0.010***** **(-2.89)**	**-0.0073**** **(-2.08)**	**-0.0074**** **(-2.09)**	**-0.0073**** **(-2.10)**	**-0.0074**** **(-2.09)**
TYPECONS	NS		*0.00381* *(1.36)*		*0.00356* *(1.33)*		*0.00353* *(1.33)*
STOCKOPT1[1]	-	**-1.417***** **(-4.58)**	**-1.453***** **(-4.82)**	**-1.133***** **(-3.59)**	**-1.177***** **(-3.87)**	**-1.205***** **(-4.06)**	**-1.208***** **(-4.12)**
LOGCAPI	?			*0.000650* *(0.62)*	*0.000312* *(0.29)*		
VARIABLES BINAIRES INDUSTRIE		Non	Non	**Oui** **⇒ Sig.**	**Oui** **⇒ Sig.**	**Oui** **⇒ Sig.**	**Oui** **⇒ Sig.**
CONSTANTE		0.0331*** (5.92)	0.0295*** (4.63)	0.0116 (0.81)	0.0175 (1.07)	0.0194*** (3.11)	0.0216*** (3.18)
R^2 ajusté		28,59%	29,38%	36,59%	38,24%	36,40%	38,20%
F		13,92***	14,97***	13,78***	14,21***	13,74***	15,02***
Indice de conditionnement		11,20	12,90	**39,61** [3]	**45,54** [3]	9,77	14,21
Nombre d'observations		160					

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 l'hétéroscédasticité et à la non normalité des résidus.
Sig. : influence significative ; NS : influence non significative ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation.
Variables binaires industries : 9 variables binaires à partir des 10 industries de la classification ICB.
[1] *Résultats identiques pour les autres mesures de la variable.*
[2] *FONDCA2 et FONDCA3 n'ont un effet significatif et négatif qu'en l'absence des variables de contrôle.*
[3] *L'indice de conditionnement est supérieur à 30, signe d'une forte colinéarité. Cela est du à la variable LOGCAPI. Etant donné qu'elle n'est pas significative, nous présentons en colonne (5) et (6) les résultats sans cette variable.*

4.4. SYNTHESE

Le Tableau 73, page 381 récapitule les relations entre variables de gouvernance et taux de rendement, mises en avant dans ce paragraphe. Il ressort de ces analyses que les mécanismes de gouvernance influencent peu les décisions de politique de distribution. Nous détaillons ces résultats ci-dessous et discutons des divergences entre régressions avec effets fixes et régressions sur données moyennes.

**** Endettement***

Les résultats des analyses bivariées et multivariées avec effets fixes montrent que l'endettement a un effet négatif et significatif sur les montants de distribution. Les régressions sur données moyennes ne montrent aucune influence.

Cette différence de résultats peut être attribuée à la taille des échantillons (945 observations pour les données de panel, 160 pour les données moyennes). Si la relation entre taux de rendement et endettement est faible, il est plus difficile de la mettre en avant dans un petit échantillon. De plus, le fait de contrôler l'hétérogénéité des comportements a peut-être permis de rendre significative cette relation.

Nous considérons donc qu'il existe une influence négative de l'endettement sur la distribution. Cependant, cette relation est certainement faible.

⇒ Notre étude empirique confirme l'hypothèse H8-C de notre premier modèle de recherche, sur la substituabilité de la dette et des politiques de distribution.

**** Caractéristiques du conseil***

La qualité globale d'un conseil, tel que mesurée par le nombre de recommandations de l'AFG-ASFFI mises en œuvre, n'influence pas significativement les politiques de distribution. De même, des variables plus précises telles que la présence de comités, le type de conseil ou la dissociation des fonctions de président et de directeur général n'ont pas d'influence significative sur les politiques de distribution.

Nos résultats sont plus ambigus à propos de l'influence de la taille du conseil, de l'indépendance des membres ou de la présence du fondateur. Ces variables sont parfois significatives dans les régressions moyennes et pas dans les régressions avec effets fixes ou vice versa. Nous discutons ces divergences ci-dessous.

⇒ Discussion de l'influence de la taille du conseil (*variable significative uniquement dans les régressions sur données moyennes*)

La taille des conseils varie significativement sur les six années d'étude et cela ne peut donc pas expliquer la divergence de résultats entre régressions avec ou sans effets fixes. Ainsi, il est délicat de tenir compte des résultats sur données moyennes.

La significativité des variables de taille du conseil dans les régressions sur données moyennes peut venir du caractère fallacieux de la variable. L'influence de caractéristiques inobservées ressortirait via la variable MBRCA lorsque l'hétérogénéité des entreprises n'est pas contrôlée. **Nous considérons donc l'effet de la taille du conseil sur la distribution comme non significatif** et nous ne validons pas l'hypothèse H9-A/a.

⇒ Discussion de l'influence de la présence du fondateur au conseil (FONDCA1) *(variable significative uniquement dans les régressions sur données moyennes)*

Cette divergence s'explique par la grande stabilité de la variable FONDCA1 dans le temps. Les fondateurs qui siègent au sein de leur entreprise en partent rarement. Sur nos 167 entreprises, seuls 5 fondateurs ont quitté le conseil de l'entreprise qu'ils avaient fondée entre 2000 et 2005. Il est donc difficile de mettre en avant cette influence dans des régressions avec effets fixes, et nous nous fions donc aux résultats des régressions moyennes.

La présence d'un fondateur au conseil vient diminuer le taux de rendement. Lorsqu'un fondateur est présent au conseil, cela a tendance à enraciner le conseil et à le rendre moins efficace. Le conseil est alors moins prompt à décider de mettre en œuvre des mécanismes de gouvernance, tels que la distribution. Ce résultat conforte notre hypothèse H9-A/d.

⇒ Discussion de l'influence de l'indépendance des administrateurs (*variable réellement significative uniquement dans les analyses sur données de panel*)

Si la relation entre l'indépendance du conseil et le taux de rendement est faible, la taille de l'échantillon des données moyennes (160 observations contre 945 pour les données de panel) n'est peut être pas suffisante pour la mettre en avant. Ainsi, nous pensons que le résultat le plus significatif est celui des régressions avec effets fixes. Nous concluons donc à une **influence significative et positive mais faible de l'indépendance du conseil sur le taux de rendement**.

La présence d'administrateurs indépendants rend le conseil plus efficace et donc plus à même de prendre des décisions permettant de diminuer les conflits d'agence et de sauvegarder les intérêts des minoritaires. Ainsi, l'indépendance du conseil favorise les montants de distribution, conformément à notre hypothèse H9-A/e.

⇒ Notre étude empirique valide les hypothèses :
- H9-A/d sur l'influence négative du fondateur sur la distribution ;
- H9-A/e sur l'influence positive des membres indépendants ;
- H9-A/f sur la neutralité du type de conseil.

En revanche, nous ne validons pas les hypothèses H9-A/a, H9-A/b et H9-A/c sur l'influence de la taille du conseil, de la dissociation entre président et directeur général et de la présence de comités.

**** Stock-options des dirigeants***

L'influence des stock-options des dirigeants est peu significative dans les régressions avec effets fixes. En revanche, les régressions sur données moyennes montrent une influence négative.

De nouveau, nous concluons à la non significativité de cette variable. En effet, le niveau des stock-options varie significativement sur les six années d'étude et cela ne peut donc pas expliquer la divergence de résultats entre régressions avec ou sans effets fixes. Ainsi, il est délicat de tenir compte des résultats sur données moyennes. La significativité des variables de stock-options dans les régressions sur données moyennes est certainement le résultat de la non prise en compte de l'hétérogénéité des comportements des entreprises. **Nous considérons donc l'effet des stock-options sur les montants de distribution comme non significatif.**

⇒ Notre étude empirique ne valide pas l'hypothèse H9-B sur l'influence des stock-options.

Hypothèses sur les liens entre politique de distribution et mécanismes de gouvernance :

Notre étude empirique sur les entreprises françaises conforte :
- **l'hypothèse H8-C sur l'influence négative de la dette ;**
- **l'hypothèse H9-A/d sur l'influence négative du fondateur sur la distribution ;**
- **l'hypothèse H9-A/e sur l'influence positive des membres indépendants ;**
- **l'hypothèse H9-A/f sur la neutralité du type de conseil.**

En revanche, nous ne validons pas les hypothèses H9-A/a, H9-A/b et H9-A/c sur l'influence de la taille du conseil, de la dissociation entre président et directeur général et de la présence de comités. De même, nous ne validons pas l'hypothèse H9-B sur l'influence des stock-options.

Tableau 73 – Influence des mécanismes de gouvernance sur le taux de rendement - SYNTHESE DES RESULTATS DU PARAGRAPHE (4.)

Variables	Relation attendue	Analyses bivariées	Analyses multivariées sur données de panel, avec effets fixes		Analyses multivariées sur données moyennes		Mesures les plus significatives	
			Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle	Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle	Données de panel	Données moyennes
DETTE	**-**	-	-	-	NS	NS	DETTETOT	
CARACTERISTIQUES CA :								
- Taille CA	**-**	+	NS	NS	+	+		MBRCA2
- Dissociation Pres & DG	**+**	NS	NS	NS	NS	NS		
- Comités	**+**	+	NS	NS	NS	NS		
- Influence du fondateur	**-**	-	NS	NS	-	-		FONDCA1
- Indépendance Admin.	**+**	+	+	+	NS	+ / NS	INDCA1	INDCA1
- Type conseil	**NS**	NS	NS	NS	NS	NS		
STOCK - OPTIONS	**-**	NS	NS	- / NS	-	-	STOCKOPT1	STOCKOPT1
VARIABLES CONTROLE :								
- Taille	**?**			-		NS		
- Tx rdt dividende (t-1)	**+**			+		Non testé		
- Secteur d'activité	**?**			Non testé		Sig.		

NS : Influence Non Significative ; **Sig** : influence significative ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation.

5. SYNTHESE GENERALE ET TEST DU MODELE COMPLET

A l'issue de la revue de littérature présentée en première partie de cette thèse, nous avons formulé des hypothèses quant à l'influence des déterminants des conflits d'agence et des variables d'actionnariat et de gouvernance sur les montants des politiques de distribution. Ces hypothèses ont été étudiées séparément tout au long de ce chapitre et il est désormais temps de nous intéresser au pouvoir explicatif de notre modèle complet.

Résultats des régressions avec effets fixes

Nous avons sélectionné toutes les variables dont l'influence significative a été mise en avant et nous avons estimé leur effet sur le taux de rendement, grâce à des régressions avec effets fixes. Le Tableau 74 présente les résultats de ces régressions. Les colonnes (1) à (4) présentent les régressions sans variable de contrôle. Nous avons pris soin de séparer les variables colinéaires. Les colonnes (5) à (8) intègrent la variable TXRDTEX (*taux de rendement en dividende de l'année précédente*) et les colonnes (9) à (12) intègrent TXRDTEX et LOGCAPI (*taille de l'entreprise*). Cette dernière variable est introduite en dernier du fait des problèmes de colinéarité qu'elle crée.

Les résultats obtenus confirment la majorité des relations mises en avant précédemment.

Déterminants des conflits d'agence :

- le risque de Free Cash Flow a une influence positive sur le taux de rendement[159] ;
- la relation entre concentration de l'actionnariat et taux de rendement est de forme concave décroissante. Cependant, l'intégration de toutes les variables mises en avant dans cette étude diminue fortement la significativité de ce lien;
- le pouvoir du premier actionnaire diminue significativement le taux de rendement.

Variables d'actionnariat

- les régressions du Tableau 74 montrent une influence positive et significative de l'actionnariat dirigeant sur le taux de rendement dans les régressions (1) à (7). Ce résultat est nouveau et est la conséquence de l'intégration de toutes les variables significatives dans les régressions ;
- la présence d'un actionnaire majoritaire diminue le taux de rendement ;

[159] Tel que spécifié par Calvi-Reveyron (1998), la relation négative entre le Q de Tobin et le taux de rendement peut être la conséquence de l'utilisation de la capitalisation dans le calcul des deux ratios. Cependant, le recours à la variable muette OPPINVT2 devrait diminuer l'influence de cette relation mécanique.

– la relation entre le contrôle du premier actionnaire et le taux de rendement est de forme concave décroissante. Cependant, l'intégration de toutes les variables mises en avant dans cette étude diminue fortement la significativité de ce lien ;

– l'influence du contrôle du second actionnaire est négative ;

– l'identité des actionnaires a une influence significative. Toutefois, l'influence du fait que les premiers actionnaires soient des banques (BANK1, BANK23) n'est plus significative lorsqu'on intègre toutes les variables mises en avant dans cette étude.

Variables de gouvernance

Nos régressions confirment l'influence négative de la dette sur le taux de rendement et l'influence positive du nombre d'administrateurs indépendants. Cependant, la significativité de cette relation a diminué du fait de l'intégration de l'ensemble des variables. Enfin, les stock-options des dirigeants n'influencent pas le taux de rendement.

Sensibilité des résultats à la mesure de la variable à expliquer

Dans cette étude, nous avons choisi de mesurer les montants de distribution par le taux de rendement calculé à partir des rachats nets positifs. Cependant, nous avons vu dans le Chapitre 5 que les rachats exercés dans un but de distribution pouvaient aussi être mesurés par les annulations d'actions.

Afin d'estimer la sensibilité de nos analyses à cette mesure du rachat, nous avons repris les régressions présentées dans le Tableau 74, en utilisant comme variable à expliquer le taux de rendement calculé à partir des annulations d'actions. L'Annexe 9 présente ces régressions.

Dans l'ensemble, les résultats sont comparables. Le sens des relations est identique, mais la significativité de certaines variables varie :

- la significativité de la relation de forme concave décroissante entre le taux de rendement et la concentration de l'actionnariat ou le contrôle du premier actionnaire est renforcée, ainsi que l'influence des administrateurs indépendants ;
- l'influence des cash-flows et de la dette diminue et LOGCAPI n'est plus significative ;
- enfin, SALA23 devient non significative alors que BANK23 est parfois significative.

Rappel des résultats des régressions sur données moyennes

L'influence significative de plusieurs variables n'a pu être mise en avant par les régressions avec effets fixes du fait de leur relative stabilité dans le temps. Nous avons cependant pu appréhender leur effet par des régressions sur données moyennes.

C'est le cas des variables PVOIR2, PVOIR3 et FONDCA1 : le fait que le dirigeant soit un actionnaire important, que l'actionnaire principal soit le fondateur de l'entreprise et que le fondateur soit présent au conseil influence négativement le taux de rendement.

De plus, les régressions moyennes ont montré l'influence changeante des variables BANK1, BANK23 et INST1. Selon la récence de leur présence dans l'entreprise, l'influence de ces acteurs sur le taux de rendement varie.

Pouvoir explicatif global du modèle

Il est difficile d'apprécier le pouvoir explicatif de notre modèle global. En effet, les deux R^2 retenus pour apprécier la part de variance expliquée - le R^2 *within* et le R^2 issu des régressions avec intégration d'une variable binaire par entreprise - donne une fourchette très large. Dans notre modèle global présenté ci-dessous et comprenant les variables de contrôle, les R^2 *within* varient entre 10,68% et 11,42% et les R^2 issus des régressions avec variables binaires sont entre 66,80% et 67,03%.

Les variables explicatives de notre premier modèle de recherche expliquent donc au minimum 10,68% de la variance du taux de rendement et au maximum 67,03%.

Afin de préciser l'ampleur de ce pouvoir explicatif, nous avons réalisé des régressions linéaires sans prise en compte des effets fixes, avec les mêmes variables explicatives que celles présentées dans le Tableau 74. Les R^2 ajustés des modèles intégrant les variables de contrôle varient entre 47,63% et 49,40%.

⇒ Ainsi, nous concluons que notre modèle a un pouvoir explicatif fort. Les déterminants des conflits d'agence, les variables de gouvernance et d'actionnariat expliquent une part importante du taux de rendement de la distribution.

Tableau 74 - Régressions du taux de rendement sur les meilleures variables explicatives du premier modèle

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
CASHFL2	+	**0.0207*** **(1.97)**	**0.0197*** **(1.86)**	**0.0204*** **(1.97)**	**0.0240**** **(2.16)**	**0.0176*** **(1.82)**	**0.0167*** **(1.70)**	**0.0174*** **(1.81)**	**0.0204**** **(1.99)**	**0.0242**** **(2.27)**	**0.0230**** **(2.16)**	**0.0241**** **(2.29)**	**0.0271**** **(2.44)**
OPPINVT2	+	**0.005***** **(3.31)**	**0.005***** **(3.14)**	**0.005***** **(3.32)**	**0.005***** **(3.27)**	**0.005***** **(3.19)**	**0.005***** **(3.05)**	**0.005***** **(3.20)**	**0.005***** **(3.16)**	**0.0034**** **(2.08)**	**0.0033*** **(1.97)**	**0.0034**** **(2.08)**	**0.0034**** **(2.08)**
CONCONT CARRE	∩ ou ∪	*-0.0102 (-1.56)*				*-0.00840 (-1.34)*				**-0.0100*** **(-1.66)**			
PVOIRACT	+ ou -	**-0.0001***** **(-4.10)**	**-0.0001***** **(-4.01)**	**-0.0001***** **(-4.05)**	**-0.0001***** **(-3.90)**	**-0.0001***** **(-4.15)**	**-0.0001***** **(-4.08)**	**-0.0001***** **(-4.10)**	**-0.0001***** **(-3.98)**	**-0.0001***** **(-4.24)**	**-0.0001***** **(-4.14)**	**-0.0001***** **(-4.19)**	**-0.0001***** **(-4.04)**
CONTDIR	∩ ou ∪	**0.0124**** **(2.15)**	**0.0100*** **(1.81)**	**0.0129**** **(2.21)**	**0.00992*** **(1.75)**	**0.0110**** **(1.99)**	**0.00917*** **(1.73)**	**0.0115**** **(2.06)**	*0.00893 (1.65)*	*0.00867 (1.53)*	*0.00641 (1.20)*	*0.00921 (1.61)*	*0.00616 (1.11)*
ACTMAJ1	+ ou -		**-0.005**** **(-2.21)**				**-0.005**** **(-2.09)**				**-0.005**** **(-2.28)**		
CONT1 CARRE	∩ ou ∪			**-0.0130*** **(-1.79)**				*-0.0109 (-1.56)*				**-0.0131*** **(-1.95)**	
BANK1	Sig.	*-0.00460 (-1.21)*	*-0.00476 (-1.25)*	*-0.00462 (-1.22)*	*-0.00430 (-1.11)*	*-0.00403 (-1.11)*	*-0.00420 (-1.15)*	*-0.00406 (-1.12)*	*-0.00379 (-1.03)*	*-0.00431 (-1.21)*	*-0.00443 (-1.24)*	*-0.00435 (-1.23)*	*-0.00401 (-1.10)*
ETAT1	Sig.	**0.011***** **(3.96)**	**0.011***** **(3.93)**	**0.012***** **(4.13)**	**0.010***** **(3.53)**	**0.010***** **(3.79)**	**0.010***** **(3.76)**	**0.011***** **(3.93)**	**0.010***** **(3.40)**	**0.012***** **(4.13)**	**0.012***** **(4.07)**	**0.012***** **(4.28)**	**0.011***** **(3.71)**
INST1	Sig.	**0.008***** **(3.16)**	**0.008***** **(3.16)**	**0.008***** **(3.22)**	**0.008***** **(3.05)**	**0.007***** **(2.94)**	**0.007***** **(2.93)**	**0.007***** **(3.00)**	**0.007***** **(2.85)**	**0.006***** **(2.66)**	**0.006***** **(2.66)**	**0.007***** **(2.71)**	**0.0063**** **(2.57)**
CONTBLOC2	Sig.	**-0.035**** **(-2.46)**	**-0.05***** **(-3.46)**	**-0.05***** **(-3.52)**	**-0.04***** **(-2.84)**	**-0.033**** **(-2.35)**	**-0.04***** **(-3.18)**	**-0.04***** **(-3.22)**	**-0.04***** **(-2.66)**	**-0.033**** **(-2.45)**	**-0.04***** **(-3.42)**	**-0.05***** **(-3.50)**	**-0.04***** **(-2.85)**
SALA23	Sig.	**0.0067**** **(2.38)**	**0.0064**** **(2.22)**	**0.0068**** **(2.39)**	**0.0061**** **(2.15)**	**0.006**** **(2.18)**	**0.0056**** **(2.05)**	**0.0061**** **(2.19)**	**0.0054**** **(2.01)**	**0.0063**** **(2.30)**	**0.0059**** **(2.16)**	**0.0064**** **(2.32)**	**0.0057**** **(2.10)**
BANK23	Sig.	*-0.00340 (-1.58)*	*-0.00354 (-1.63)*	*-0.00351 (-1.63)*	*-0.00303 (-1.46)*	*-0.00299 (-1.49)*	*-0.00312 (-1.53)*	*-0.00308 (-1.53)*	*-0.00270 (-1.39)*	*-0.00311 (-1.52)*	*-0.00323 (-1.57)*	*-0.00323 (-1.57)*	*-0.00278 (-1.41)*

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
DETTETOT	-	**-0.0114* (-1.92)**	**-0.0104* (-1.81)**	**-0.0112* (-1.89)**	**-0.0114* (-1.97)**	**-0.012** (-2.09)**	**-0.011** (-2.00)**	**-0.012** (-2.07)**	**-0.012** (-2.15)**	**-0.013** (-2.34)**	**-0.012** (-2.22)**	**-0.013** (-2.31)**	**-0.013** (-2.37)**
INDCA1	+				**0.00076* (1.89)**				*0.000593 (1.55)*				**0.00067* (1.73)**
STOCKOPT1	-	*-0.0400 (-0.85)*	*-0.0395 (-0.86)*	*-0.0437 (-0.94)*	*-0.0423 (-0.89)*	*-0.0430 (-0.95)*	*-0.0424 (-0.96)*	*-0.0461 (-1.03)*	*-0.0449 (-0.98)*	*-0.0599 (-1.35)*	*-0.0590 (-1.33)*	*-0.0640 (-1.45)*	*-0.0618 (-1.36)*
TXRDTEX	+					**0.159*** (4.41)**	**0.159*** (4.44)**	**0.158*** (4.40)**	**0.155*** (4.48)**	**0.159*** (4.32)**	**0.159*** (4.36)**	**0.158*** (4.30)**	**0.155*** (4.39)**
LOGCAPI	?									**-0.002** (-2.29)**	**-0.002** (-2.19)**	**-0.002** (-2.35)**	**-0.002** (-2.27)**
CONSTANTE		0.025*** (8.34)	0.026*** (9.48)	0.026*** (8.20)	0.020*** (6.79)	0.022*** (7.53)	0.022*** (8.66)	0.022*** (7.39)	0.018*** (6.23)	0.05*** (3.83)	0.054*** (3.73)	0.056*** (3.93)	0.049*** (3.42)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
R^2 within		8,52%	8,64%	8,59%	8,73%	10,68%	10,80%	10,73%	10,78%	11,33%	11,42%	11,41%	11,41%
R^2 ajusté (équivalent rég. var. binaires entreprises)		66,04%	66,09%	66,07%	66,12%	66,80%	66,85%	66,82%	66,84%	67%	67,03%	67,03%	67,03%
F		3955***	3675***	4042***	3501***	4175***	3935***	4254***	3771***	4078***	3802***	4156***	3619***
Indice de conditionnement		8,68	8,59	8,64	10,17	9,18	9,09	9,13	10,74	**35,49[1]**	**34,93[1]**	**35,02[1]**	**37,15[1]**
Nbre d'observations		945											
Nbre d'entreprises		167											

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.
Sig. : relation significative ; NS : influence non significative ; **?** : pas d'hypothèse sur le sens de la relation ; ∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.
[1] *L'indice de conditionnement est élevé, signe d'un probable problème de colinéarité suite à l'introduction de la variable LOGCAPI. Les VIF de chaque variable sont cependant toujours inférieur à 2,5.*

6. FIABILITE DES RESULTATS

Avant de discuter des apports de nos travaux, nous souhaitons présenter des éléments permettant de juger de la qualité de nos résultats. Ce paragraphe a donc pour objectif de présenter les tests de fiabilité réalisés.

Pour cela, nous nous posons deux questions :

– Est-ce que les hypothèses de la régression sont respectées ? Pour vérifier cela, nous analysons les résidus des régressions et les diagnostics de colinéarité (6.1).

– Est-ce que la présence de données censurées biaise nos résultats ? Pour vérifier cela, nous comparons nos résultats avec ceux obtenus à partir d'une régression Tobit (6.2).

6.1. ANALYSE DES RESIDUS ET DE LA COLINEARITE ENTRE VARIABLES EXPLICATIVES

6.1.1. Analyse des résidus

Normalité des résidus

Pour chaque régression, nous avons testé la normalité des résidus grâce à des représentations graphiques et un test de Kolgomorov et Smirnov.

Les représentations graphiques montrent que la forme de la distribution des résidus est assez proche de celle de la loi Normale. Cependant, l'hypothèse de normalité des résidus est systématiquement rejetée par le test de Kolgomorov et Smirnov.

⇒ Pour l'ensemble de nos régressions, les résidus ne sont pas normaux.

Hétéroscédasticité des résidus

Deux tests permettent de tester l'hétéroscédasticité des résidus, le test de White et le test de Breusch et Pagan. Etant donnée la non normalité des résidus de nos régressions, le test de White doit être préféré.

L'hypothèse d'homoscédasticité des résidus est systématiquement rejetée par le test de White.

⇒ Pour l'ensemble de nos régressions, les résidus sont hétéréroscédastiques.

Autocorrélation des résidus

L'autocorrélation des résidus a été testée grâce à la statistique de Durbin-Watson.

- Pour les régressions avec effets fixes, nous avons utilisé la statistique de Durbin-Watson adaptée aux données de panel (Bhargava et al. (1982), Baltagi (2001)).

Bhargava et al. (1982) montrent que pour un panel de 150 entreprises sur 6 ans, le seuil en dessous duquel on considère qu'il y a autocorrélation, varie de 1,89 pour une seule variable explicative, à 1,858 pour 15 variables explicatives.

Dans notre étude de 167 entreprises sur 6 ans, les régressions multivariées avec effets fixes ont des coefficients de Durbin–Watson qui oscillent entre 1,5 et 1,7, ce qui montre la présence d'autocorrélation des résidus.

- Pour les régressions sur données moyennes, nous avons utilisé le test classique de Durbin-Watson. Pour 150 entreprises, le seuil au-dessus duquel on considère qu'il n'y a pas d'autocorrélation, varie de 1,75 pour une seule variable explicative, à 1,88 pour 10 variables explicatives.

Dans notre étude de 160 entreprises, les régressions sur données moyennes présentent des coefficients de Durbin-Watson compris entre 1,89 et 2, ce qui permet de conclure à l'absence d'autocorrélation des résidus.

⇒ Les résidus des régressions sur données de panel sont autocorrélés, ce qui n'est pas le cas des résidus des régressions sur données moyennes.

Régressions robustes

Les résidus des régressions réalisées dans cette étude 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 des méthodes robustes aux différentes divergences observées [160]:

- Dans les régressions multivariées effectuées sur données de panel, les résidus présentent à la fois des problèmes de normalité, d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation. Nous avons donc estimé les variances par la méthode développée par Rogers (1993) qui permet d'ajuster les écart-types à la non normalité et à l'hétéroscédasticité des résidus, ainsi qu'aux corrélations intra-entreprises.

- Dans les régressions multivariées effectuées sur données moyennes, les résidus présentent des problèmes de normalité et d'hétéroscédasticité, mais pas d'autocorrélation. Nous avons donc utilisé l'estimateur « Huber-White sandwich » qui permet d'estimer les écart-types des coefficients en présence de non normalité et d'hétéroscédasticité des résidus.

[160] Voir le Chapitre 5 – Section 3 – 3.1.1. pour une présentation des méthodes d'estimation robuste.

⇒ Les résidus des régressions exposées dans cette thèse présentent des problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation. Nous avons contrôlé cela par l'utilisation de régressions robustes adaptées.

6.1.2. Etude de la colinéarité entre variables explicatives

Tout au long de cette étude quantitative, nous avons prêté attention aux problèmes de colinéarité entre variables explicatives. Nous n'avons jamais inséré dans la même régression deux variables corrélées à plus de 0,6 et nous avons systématiquement calculé les indices de conditionnement et vérifié le VIF (Variance Inflation Factor) de chaque variable[161].

Les indices de conditionnement sont inférieurs à 15, sauf pour les régressions contenant la variable LOGCAPI où ils montent parfois jusqu'à 30 ou plus. Dans ces derniers cas, nous en avons discuté et avons calculé et présenté la régression sans la variable LOGCAPI. Ainsi, en dehors des régressions contenant LOGCAPI, il n'y a pas de problème de colinéarité.

Les VIF de chaque variable ont aussi été systématiquement vérifiés. Même dans les régressions contenant LOGCAPI, ils ne dépassent jamais 3, et sont dans l'immense majorité inférieurs à 2. De nouveau, cela confirme l'absence de problème de colinéarité dans nos régressions.

⇒ Les régressions présentées dans notre étude quantitative n'ont pas de problème de colinéarité.

6.2. DONNEES CENSUREES ET REGRESSION TOBIT

Ce paragraphe a pour objectif de comparer les résultats obtenus à partir des régressions MCO à ceux obtenus à partir de régressions Tobit, afin de conforter la fiabilité de nos résultats.

Méthode

Nous avons vu au Chapitre 5 que la présence de données censurées dans l'échantillon peut biaiser les résultats d'une régression linéaire classique. Il est alors conseillé d'utiliser une régression Tobit.

Dans notre échantillon, 159 observations sur 945 présentent un taux de rendement nul, soit 16,82% des observations. Malgré cette censure, nous avons préféré utiliser la méthode de régression linéaire pour deux raisons :

– la proportion de données censurées est peu importante ;

[161] Voir le Chapitre 5 – Section 3 – (3.1.1.) pour une présentation des ces indicateurs.

– la régression linéaire est moins sensible que la régression Tobit à l'hétéroscédasticité et à la non normalité des résidus. De plus, des estimations robustes à ces problèmes existent uniquement pour les régressions linéaires.

Afin de comparer les résultats des régressions linéaires à ceux des régressions Tobit, nous avons procédé en plusieurs étapes :

– Tout d'abord, nous avons estimé les régressions Tobit sur données de panel, en utilisant un modèle à erreurs composées. En effet, nous avons vu au Chapitre 5 qu'il est impossible de tester un modèle à effets fixes avec une méthode Tobit.

– Ensuite, nous avons calculé des régressions linéaires en utilisant un modèle à erreurs composées. En effet, le test d'Hausman nous a montré l'existence de divergences entre les résultats du modèle à effets fixes et ceux du modèle à erreurs composées. Ainsi, si nous comparions directement les résultats de la méthode Tobit avec ceux de la régression à effets fixes, nous ne pourrions savoir si les divergences proviennent de la modélisation des effets spécifiques ou de la présence de données censurées.

– Enfin, nous avons comparé les résultats des deux types de régressions.

Nous avons réalisé cette comparaison uniquement pour les régressions sur données de panel. En effet, sur les données moyennes, seules trois observations sont censurées à gauche. Cela ne justifie pas l'utilisation d'une méthode Tobit et la méthode de régression linéaire est alors adaptée.

Résultats

Le Tableau 75 présente les résultats des régressions linéaires avec effets aléatoires et Tobit avec effets aléatoires. Les résultats entre les deux méthodes sont très similaires et seules quelques différences mineures apparaissent :

- Différence de signe pour certaines variables (principalement DETTETOT) entre les régressions Tobit et linéaires. Cependant, ces variables ne sont pas du tout significatives et cette différence de signe n'a donc pas de signification.

- Différence de significativité des variables STOCKOPT1 et CONTDIR entre les régressions Tobit et linéaires. Cependant, le signe de la relation reste le même.

A part ces différences que nous considérons comme mineures, ces résultats montrent que la présence d'une faible part de données censurées n'a pas biaisé les résultats des régressions linéaires réalisées dans notre étude empirique.

A titre d'exemple, nous avons présenté ici les six premières régressions faites à partir des variables sélectionnées pour synthétiser notre modèle général (voir page 385, Tableau 74). Cependant, nous avons aussi comparé les résultats pour toutes les régressions présentées dans ce chapitre et nous aboutissons aux mêmes conclusions.

⇒ Dans notre première étude empirique, les résultats obtenus à partir de régressions linéaires sont similaires à ceux obtenus à partir de régressions Tobit. La faible censure des données ne biaise pas les résultats de nos régressions linéaires.

Tableau 75 –Comparaison des résultats des régressions linéaires avec effets aléatoires et de ceux des régressions Tobit

	(1)	(1') Tobit	(2)	(2') Tobit	(3)	(3') Tobit	(4)	(4') Tobit	(5)	(5') Tobit	(6)	(6') Tobit
CASHFL2	0.044*** (4.72)	0.076*** (5.84)	0.045*** (4.72)	0.076*** (5.83)	0.045*** (4.72)	0.076*** (5.85)	0.047*** (4.98)	0.079*** (6.15)	0.034*** (4.33)	0.062*** (5.50)	0.034*** (4.35)	0.063*** (5.54)
OPPINVT2	0.006*** (5.15)	0.007*** (4.57)	0.006*** (5.12)	0.007*** (4.45)	0.006*** (5.15)	0.007*** (4.56)	0.006*** (4.88)	0.006*** (4.30)	0.005*** (4.25)	0.006*** (4.18)	0.005*** (4.20)	0.006*** (4.13)
CONCONT CARRE	0.00215 (0.50)	0.00170 (0.31)							**-0.00111 (-0.33)**	**0.000199 (0.044)**		
PVOIRACT	-0.0001 *** (-4.24)	-0.0001 *** (-4.10)	-0.0001 *** (-4.17)	-0.0001 *** (-3.97)	-0.0001 *** (-4.23)	-0.0001 *** (-4.07)	-0.0001 *** (-3.80)	-0.0001 *** (-3.73)	-0.0001 *** (-3.71)	-0.0001 *** (-3.76)	-0.0001 *** (-3.69)	-0.0001 *** (-3.66)
CONTDIR	-0.00618 (-1.53)	-0.00595 (-1.18)	-0.00505 (-1.37)	-0.00401 (-0.87)	-0.00612 (-1.53)	-0.00581 (-1.15)	-0.00207 (-0.58)	-0.00153 (-0.35)	**-0.00489* (-1.65)**	**-0.00553 (-1.36)**	**-0.00475* (-1.77)**	**-0.00454 (-1.23)**
BANK1	0.00158 (0.63)	0.000939 (0.32)	0.00166 (0.67)	0.000838 (0.28)	0.00158 (0.63)	0.000938 (0.32)	0.00169 (0.68)	0.00106 (0.36)	0.00198 (0.95)	0.00130 (0.49)	0.00199 (0.96)	0.00141 (0.54)
ETAT1	0.00307 (0.63)	0.00655 (1.10)	0.00341 (0.70)	0.00732 (1.22)	0.00309 (0.64)	0.00660 (1.10)	0.00315 (0.66)	0.00652 (1.12)	**-0.000074 (-0.022)**	**0.00344 (0.73)**	0.000098 (0.030)	0.00372 (0.80)
INST1	0.0043** (1.98)	0.0054** (2.16)	0.00418* (1.95)	0.0055** (2.18)	0.0042** (1.97)	0.0054** (2.15)	0.00360* (1.69)	0.00461* (1.84)	**-0.000206 (-0.11)**	**0.00175 (0.74)**	-0.000209 (-0.11)	0.00160 (0.68)
CONTBLOC2	-0.047*** (-4.55)	-0.055*** (-4.42)	-0.046*** (-4.70)	-0.054*** (-4.70)	-0.045*** (-4.55)	-0.0523** (-4.52)	-0.037*** (-3.66)	-0.042*** (-3.60)	-0.030*** (-3.61)	-0.039*** (-3.64)	-0.031*** (-4.01)	-0.039*** (-3.92)
SALA23	0.0046** (2.22)	0.0061** (2.51)	0.005** (2.20)	0.0061** (2.52)	0.0046** (2.21)	0.0060** (2.50)	0.0037* (1.80)	0.0049** (2.05)	0.00240 (1.40)	0.00415* (1.91)	0.00239 (1.39)	0.00403* (1.86)
BANK23	0.000329 (0.18)	0.000258 (0.12)	0.000311 (0.17)	0.000213 (0.10)	0.000344 (0.19)	0.000264 (0.12)	0.000634 (0.35)	0.000677 (0.32)	0.00120 (0.76)	0.00108 (0.55)	0.00124 (0.77)	0.00109 (0.55)

DETTETOT	**0.00184**	**-0.00294**	**0.00177**	**-0.00305**	**0.00182**	**-0.00298**	**0.00149**	**-0.00358**	**0.00329**	**-0.00116**	**0.00331**	**-0.00113**
	(0.39)	**(-0.48)**	**(0.38)**	**(-0.50)**	**(0.39)**	**(-0.49)**	**(0.32)**	**(-0.59)**	**(0.87)**	**(-0.22)**	**(0.87)**	**(-0.22)**
STOCKOPT1	**-0.0971**	**-0.310****	**-0.0961**	**-0.302****	**-0.0963**	**-0.310****	**-0.0900**	**-0.292****	**-0.133**	**-0.339****	**-0.131**	**-0.337****
	(-1.21)	**(-2.28)**	**(-1.19)**	**(-2.23)**	**(-1.20)**	**(-2.28)**	**(-1.12)**	**(-2.17)**	**(-1.63)**	**(-2.50)**	**(-1.61)**	**(-2.48)**
ACTMAJ1			-0.000197	-0.00138							-0.000963	-0.00138
			(-0.11)	(-0.60)							(-0.66)	(-0.71)
INDCA1							0.001***	0.001***				
							(3.44)	(3.60)				
CONT1CARRE					0.00230	0.00156						
					(0.47)	(0.26)						
TXRDTEX									0.467***	0.406***	0.465***	0.408***
									(14.7)	(9.30)	(14.6)	(9.34)
CONSTANTE	0.021***	0.019***	0.022***	0.020***	0.021***	0.019***	0.017***	0.014***	0.014***	0.013***	0.014***	0.013***
	(8.63)	(6.28)	(8.74)	(6.57)	(8.52)	(6.21)	(6.10)	(4.09)	(7.24)	(4.77)	(7.28)	(4.90)

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du z.
Les colonnes (X) présentent les résultats des régressions linéaires avec effets aléatoires, les colonnes (X')Tobit présentent les résultats des régressions Tobit avec effets aléatoires.
En gras sont surlignées les différences.

SECTION 3 - DISCUSSION DES RESULTATS

Cette section a pour objectif de discuter des implications théoriques et empiriques de l'ensemble de nos résultats.

1. COMPARAISON DES RESULTATS DE L'ETUDE A CEUX DE LA LITTERATURE

Avant de discuter nos résultats, nous les comparons avec ceux de la littérature afin de souligner les apports de notre étude et d'essayer de comprendre les divergences. Cinq points sont développés.

– ***Influence du Risque de FCF***

Nous confirmons les résultats de la littérature sur l'influence positive du risque de Free Cash Flow sur les montants de distribution.

Notre étude montre que ce résultat concerne la distribution totale et pas uniquement le dividende. Seuls Fenn et Liang (2001), sur le marché américain, avaient testé l'influence de ce risque sur la distribution totale, nous la confirmons donc pour le marché français.

– ***Importance du conflit actionnaires majoritaires / minoritaires***

Les tests que nous avons réalisés apportent à la compréhension de l'influence du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Ce conflit a été rarement étudié[162] car la littérature s'est souvent focalisée sur le conflit entre actionnaires et dirigeants. Pourtant, ces deux conflits participent à l'explication de l'ampleur des distributions. En France, notre étude montre même l'influence primordiale du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires sur les politiques de distribution.

Tout d'abord, nos résultats ont mis en avant l'existence d'une relation de forme concave décroissante entre la concentration du contrôle ou le contrôle du premier actionnaire, et la

[162] Les seules recherches ayant étudié les politiques de dividendes en prenant éventuellement en compte les conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires (et pas uniquement l'enracinement du dirigeant) sont, à notre connaissance : La Porta et al. (2000a), Faccio et al. (2001), Maury et Pajuste (2002), Correia Da Silva et al. (2004), Thomsen (2005). Ainsi qu'Oswald et Young (2005) pour les politiques de rachat. Et Gugler et Yurtoglu (2003) pour les politiques de distribution globale : rachat et dividende.

distribution[163]. Ces relations montrent l'existence d'une relation négative entre la concentration du contrôle et la distribution. Cependant, l'effet du contrôle est faible lorsqu'il est dispersé et fort quand il est concentré. Ce résultat montre l'influence forte et négative du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires sur la distribution, et l'influence plus faible et positive du conflit entre actionnaires et dirigeants.

Ensuite, notre étude a montré que les déterminants des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires sont très explicatifs des montants distribués. En effet, la présence d'un actionnaire majoritaire à 33% dans l'entreprise a un effet très significatif sur le taux de rendement. Au contraire le niveau d'actionnariat interne, qui est un déterminant potentiel de l'intensité du conflit entre actionnaires et dirigeants n'a pas d'influence significative[164].

Le « pouvoir » du premier actionnaire influence significativement la distribution et souligne ainsi de nouveau l'importance de l'influence du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Concernant l'appréciation de ce pouvoir, la littérature, via la contribution de Faccio et al. (2001), s'était uniquement intéressée à l'influence du rapport « actionnariat sur contrôle du premier actionnaire ». Sur le marché français, nous remettons en cause l'influence de ce rapport (RAPPOC), mais montrons l'influence d'autres variables de pouvoir. Ainsi, le fait que les premiers actionnaires soient dirigeants ou fondateurs leur confère un pouvoir supplémentaire, qu'ils utilisent pour baisser les distributions. Ce résultat est nouveau et montre le risque d'expropriation des minoritaires lorsque le premier actionnaire a trop de pouvoir. De plus, nous avons montré l'effet négatif du pouvoir relatif du premier actionnaire : plus le premier actionnaire a de détention par rapport aux autres, et plus il pourra facilement baisser les distributions.

L'importance du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires remet en cause l'effet théorique et bénéfique de la présence de gros actionnaires tel que mis en avant par Shleifer et Vishny (1986). En France, et certainement dans l'ensemble des pays à actionnariat concentré, la présence d'un gros actionnaire laisse plus craindre une expropriation des minoritaires, qu'un contrôle accru des managers.

---

[163] Ces résultats sont contraires à ceux de Calvi-Reveyron (1998) en France qui montre l'influence positive de la concentration sur le dividende. Le fait que l'auteur n'ait pas contrôlé l'hétérogénéité des comportements, ni testé l'existence d'une relation non linéaire peut expliquer cette divergence.

[164] Certes nos dernières régressions montrent l'influence positive du contrôle exercé par le dirigeant (en l'absence de la variable LOGCAPI), mais toutes les autres régressions ont rejeté la significativité de cette relation.

Ces résultats sont contraires à ceux de Calvi-Reveyron (1998) en France qui montre l'influence négative de l'actionnariat dirigeant. Nos régressions sur données moyennes avaient aussi mis en avant une relation négative,

– ***Influence de l'identité des actionnaires et des investisseurs institutionnels***

Notre étude confirme pour la France l'influence significative de l'identité des actionnaires sur les politiques de distribution. Les banques, les états, les investisseurs institutionnels et les groupements de salariés influencent différemment les distributions.

En revanche, nous ne confirmons pas le résultat de Calvi-Reveyron (1998) sur l'influence négative des familles sur la distribution. Nous pensons que cette divergence est due à la grande hétérogénéité des actionnaires familiaux. Or Calvi-Reveyron (1998) n'ayant pas fait des régressions sur panel, elle n'a pu contrôler la grande hétérogénéité des comportements et son résultat est peut être la conséquence d'une relation fallacieuse.

Concernant l'influence des institutionnels, nos résultats montrent qu'elle n'existe que lorsque ces actionnaires sont les premiers en importance (INST1 significative, mais INST23 non significative). Ainsi, leur influence au sein de l'actionnariat est plus faible que celle mise en avant par la littérature américaine. Ce résultat est peu étonnant car notre revue de littérature avait montré l'influence faible des actionnaires institutionnels sur le comportement des entreprises françaises.

– ***Influence des mécanismes de gouvernance externes***

Notre étude confirme sur le terrain français l'influence négative de la dette sur la distribution, tel que mise en avant par la majorité des recherches. Les résultats incertains de Calvi-Reveyron (1998) quant à l'influence significative de l'endettement sur le versement de dividende des entreprises françaises, sont confirmés.

De plus, nos résultats soulignent l'importance de la dette à court terme. En effet, l'influence de la dette à long terme est non significative, au contraire de la dette totale. Or, la dette permet deux types de contrôle : la dette à court terme oblige les managers à renégocier plus régulièrement et permet donc une surveillance accrue des créanciers ; de même, le risque de faillite motive le dirigeant à avoir un bon comportement.

Dans notre échantillon, nous avons observé (Chapitre 6 – Section 1) que les entreprises étaient très faiblement endettées et couraient donc un risque limité de faillite. Ainsi, c'est certainement la surveillance régulière des créanciers qui permet une surveillance des acteurs internes. Cela explique l'importance de la dette à court terme.

– ***Influence des mécanismes de gouvernance interne***

Concernant l'influence des stock-options et du conseil d'administration, la littérature s'y est très peu intéressée et les résultats étaient ambigus. Notre étude a mis en avant l'influence de la

mais non significative. Nous ne pouvons cependant considérer ces résultats comme fiables, car sur ce type de régression, l'hétérogénéité des comportements n'est pas contrôlée.

présence de membres indépendants ou du fondateur au conseil, et la neutralité des autres variables. Ces résultats vont permettre d'avancer dans la compréhension des relations entre mécanismes de gouvernance et distribution. Nous en discutons ci-dessous.

2. DISCUSSION

L'objectif de notre étude a été de comprendre l'utilité des politiques de distribution, ainsi que leur ampleur.

La littérature théorique a démontré l'effet bénéfique des politiques de dividendes et de rachats sur les conflits d'agence qui opposent les actionnaires extérieurs aux dirigeants, ou à l'actionnaire majoritaire. Les politiques de distribution peuvent donc être justifiées, en théorie, par leur rôle de gouvernance.

Nos résultats montrent que face à un risque de Free Cash Flow, et dans une moindre mesure face à un conflit entre actionnaires et dirigeants, la distribution augmente, signe de son utilisation comme mécanisme de gouvernance. Cependant, lorsque les conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires sont importants, la distribution diminue, signe cette fois qu'elle n'est pas utilisée pour réguler les conflits.

Ce constat constitue le point de départ de notre discussion.

– **Les politiques de distributions servent-elles à réguler les conflits d'agence en France ?**

Face à un risque de FCF ou à un conflit entre actionnaires et dirigeants, la distribution augmente alors que face à un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, elle diminue.

En effet, face à des liquidités importantes et peu d'opportunités d'investissement, la distribution augmente. De même, elle a tendance à être élevée lorsqu'il y a un conflit entre actionnaires et dirigeants. En revanche, la présence d'un actionnaire majoritaire a une influence négative sur le taux de rendement. Plus le pouvoir du premier actionnaire est fort, et plus la distribution est faible.

Ainsi, il est difficile de savoir si les politiques de distribution sont utilisées pour réguler les conflits en France. La réponse est mitigée et semble fonction de la source du conflit.

Ces résultats ne remettent pas en cause l'utilité en tant que mécanisme de gouvernance des distributions, mais questionnent leurs utilisations en France. Si face à un excès de liquidités, les actionnaires externes parviennent à exiger une distribution, il semble que face à un actionnaire majoritaire, il leur soit plus difficile de pousser au rachat ou au dividende.

– Qu'est ce qui détermine, en France, le recours à des politiques de distribution comme mécanisme de gouvernance ?

Nous avons fait l'hypothèse dans la première partie de cette thèse, que l'utilisation des politiques de distribution en tant que mécanisme de gouvernance dépendait de l'existence et de l'utilisation d'autres mécanismes de gouvernance.

L'existence de mécanismes plus efficaces que la distribution peut expliquer qu'elle ne soit pas utilisée pour réguler certains types de conflit. De même, la mise en œuvre de politiques de dividende et de rachat va dépendre de la présence de mécanismes alternatifs obligeant les acteurs internes à distribuer. En l'absence de tels mécanismes, la distribution ne sera pas toujours mise en œuvre en cas de conflit.

Les mécanismes de gouvernance se substituant aux distributions

Face à des mécanismes de gouvernance se substituant aux politiques de distribution, l'utilisation du dividende et du rachat devrait baisser.

Nos résultats nous amènent à penser qu'il existe peut-être des mécanismes permettant de réguler efficacement les conflits majoritaires/minoritaires, mais pas les conflits résultants du risque de FCF ou des divergences entre actionnaires et dirigeants. Cela expliquerait la baisse des distributions dans le premier cas et leur hausse dans les autres.

Nos résultats ont montré que les seuls mécanismes de gouvernance ayant une influence négative sur la distribution sont la dette et le contrôle du second actionnaire. Parmi les mécanismes étudiés, ils seraient donc les seuls à se substituer aux distributions. Nous avions fait l'hypothèse que les stock-options pouvaient également constituer un mécanisme de gouvernance substituable, mais nos résultats n'ont pas montré la significativité d'un tel lien.

Nous discutons donc de l'influence de la dette et du contrôle du second dirigeant sur les distributions.

La dette agit par les mêmes mécanismes que la distribution sur le risque de FCF. Il est donc logique que ces deux instruments ne soient pas utilisés ensemble face à un risque de FCF.

Le faible endettement des entreprises françaises expliquerait donc en partie le recours aux distributions face à des risques de FCF importants.

En revanche, l'endettement des entreprises n'est pas du tout corrélé à l'existence d'un conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires[165]. Ainsi, l'utilisation de dettes ne peut expliquer la baisse du dividende en présence d'un conflit majoritaires/minoritaires.

L'influence du contrôle exercé par le second actionnaire sur le taux de rendement est négative dans l'ensemble, mais dépend en réalité de l'identité de l'actionnaire. Les seconds actionnaires se substituent parfois à la distribution dans son rôle de gouvernance, mais ils s'allient aussi parfois au premier actionnaire, renforçant ainsi les conflits d'agence. Enfin, parfois, ils ont une influence positive sur la distribution, améliorant ainsi le contrôle du premier actionnaire ou des dirigeants.
Les seconds actionnaires n'ont donc pas une influence stable et ne peuvent expliquer l'utilisation différenciée des distributions selon que l'entreprise est confrontée à un risque de FCF ou à un conflit majoritaires/ minoritaires.

Les mécanismes de gouvernance pouvant se substituer aux distributions ne suffisent pas à expliquer pourquoi, face à un conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, les dividendes ou les rachats d'actions sont diminués.

Les mécanismes de gouvernance favorisant la mise en œuvre des politiques de distributions
Nous avons fait l'hypothèse dans la première partie de cette thèse, que les acteurs internes ne décident d'une distribution que si des mécanismes alternatifs les forcent à cela. En effet, en l'absence de tels mécanismes, leur intérêt est de minimiser la distribution afin de faciliter l'extraction de bénéfices privés.
Nos résultats nous amènent donc à penser qu'il existe des mécanismes efficaces pour forcer les distributions en présence d'un risque de FCF important ou d'un conflit entre actionnaires et dirigeants, mais pas en présence d'un conflit majoritaires/minoritaires.
Notre revue de littérature nous a permis de faire l'hypothèse de l'existence de plusieurs mécanismes de gouvernance substituables : la législation, la pression du marché des actions et le conseil d'administration. Notre étude n'a pas mis en avant d'autres éléments complémentaires, nous discutons donc successivement de ces trois éléments.

Le conseil d'administration, en tant que décideur principal des politiques de distribution, devrait influencer ces dernières. Un conseil efficace doit décider, en présence de conflits d'agence,

[165] Aucun coefficient de corrélation entre dette et déterminants du conflit n'est supérieur à 0,1.

d'augmenter les distributions pour préserver les intérêts des actionnaires externes. Cependant, nos résultats ont montré la neutralité de la majorité des caractéristiques des conseils : seule la présence d'administrateurs indépendants ou du fondateur au conseil a un effet sur les distributions.

L'étude des mécanismes de gouvernance réalisée au Chapitre 2 a montré que l'efficacité du contrôle exercé par le conseil est affaiblie par la présence d'un actionnaire de contrôle. Dans cette situation, le conseil a peu d'autonomie et est souvent enraciné ou à la solde des actionnaires majoritaires.

Nos résultats empiriques ont montré que la présence du fondateur au conseil détériore encore la situation, car il est beaucoup plus difficile pour un administrateur de s'opposer au créateur de l'entreprise[166]. Seule la présence de membres indépendants semble améliorer le rôle de gouvernance du conseil et ainsi favoriser les distributions en cas de conflit.

La faiblesse de l'influence du conseil sur les distributions explique que face à un conflit majoritaire/minoritaire la distribution baisse, et qu'elle n'augmente que très faiblement en cas de conflit entre actionnaires et dirigeants. Dans ce dernier cas, la distribution est augmentée car il semble logique que sans actionnaire de contrôle, il soit plus simple, pour les minoritaires, de faire entendre leurs intérêts.

La faiblesse du conseil est certainement caractéristique du pays. En France, l'importance des participations croisées, les nombreux cumuls des mandats des administrateurs et la concentration de l'actionnariat n'aident pas à développer le rôle des conseils.

Ces résultats trouvent échos dans ceux de notre étude qualitative. Même si le rôle de décideur du conseil a été souligné par l'ensemble de nos répondants, il est aussi ressorti de l'étude que les actionnaires majoritaires avaient un poids décisif dans les décisions de distribution. Le conseil ne prend pas de décisions contraires à l'avis de ces acteurs.

La faiblesse du rôle du conseil explique que les distributions soient baissées en présence de conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, malgré le fait qu'elles puissent constituer un mécanisme de gouvernance. Même face à un conflit entre actionnaires et dirigeants, son influence reste faible, puisque la distribution n'est que légèrement augmenté.

L'influence de la législation et de la protection légale des actionnaires minoritaires n'a pas été étudiée empiriquement. En effet, notre étude n'a porté que sur les entreprises françaises, ce qui empêche de tester l'effet de cette variable sur les politiques de distribution.
Cependant, les recherches faites dans ce domaine, ont clairement souligné l'influence positive de la législation sur l'ampleur des distributions (La Porta et al. (2000a), Faccio et al. (2001)).
La Porta et al. (2000a) considèrent la France et les pays de droit civil français comme insuffisamment protecteurs des actionnaires minoritaires. Cette classification, un peu arbitraire, trouve cependant écho dans nos résultats. Face à des conflits d'agence, il est difficile pour un actionnaire externe de pousser les acteurs internes à distribuer. Cela explique de nouveau que les distributions soient baissées en présence de conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, malgré le fait qu'elles puissent constituer un mécanisme de gouvernance.

La faiblesse du rôle du conseil et l'insuffisance de la législation expliquent les baisses de distribution en présence de conflits d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Elles expliquent moins bien le recours aux distributions face à un conflit entre dirigeants et actionnaires, ou un risque de FCF. Afin d'approfondir ce point, étudions maintenant l'influence du dernier mécanisme de gouvernance complémentaire, les marchés financiers.

L'influence du marché des capitaux a été supposée faible en France. En effet, le risque d'OPA est limité et donc l'influence directe du marché sur chaque entreprise est faible.
Cependant, nous avions souligné au cours du Chapitre 2, que l'influence du marché pouvait être plus générale et passer par les médias, les analystes financiers, les agences de notation… Ce point, difficile à tester quantitativement, est toutefois un des résultats de notre étude qualitative. En effet, nos répondants ont souligné que les marchés financiers, par l'intermédiaire des analystes, de la presse et des marchés anglo-saxons, imposent des règles de marché auxquelles les managers sont attentifs.
Notre étude a ainsi montré que le marché distingue les « valeurs de croissance », des « valeurs de rendement ». Les premières sont des entreprises ayant un fort potentiel de croissance et pour lesquelles la distribution est accessoire. Au contraire, pour les « valeurs de rendement », la politique de dividende est déterminante pour les investisseurs. Cette distinction influence les dirigeants au moment de leur décision de distribution. Ainsi, une entreprise dite « de

[166] Seule la variable FONDCA1 a une influence significative. FONDCA2 et FONDCA3 sont non significatives. Ainsi, nos résultats semblent suggérer que c'est le statut du fondateur, plutôt que son actionnariat, qui lui donne son pouvoir.

rendement » devra distribuer pour ne pas être pénalisée par les investisseurs, or les entreprises au risque de FCF élevé sont aussi celles que l'on considère comme « valeur de rendement ».
Ainsi, face à un risque de FCF élevé, les entreprises sont poussées par les marchés à distribuer.

En revanche, face à un actionnariat concentré, il ne semble pas que les marchés exercent une pression à la distribution. Est-ce parce qu'ils ne suspectent pas l'existence de ces conflits ? Parce que leur influence est alors inefficace ? Ou encore parce qu'il est légitime, pour un investisseur français, qu'un actionnaire majoritaire prélève une part de bénéfices privés ?
Le développement depuis 15 ans des principes de bonne gouvernance s'est focalisé, sous l'influence des marchés anglo-saxons, sur le conflit entre actionnaires et dirigeants. Il est donc possible que le marché soit plus sensible au risque d'expropriation par les dirigeants, que par les actionnaires de contrôle. Cela expliquerait de nouveau le recours différencié aux politiques de distribution selon les conflits.

Ces résultats soulignent le rôle limité de la gouvernance exercée par les marchés financiers français. Ils confortent les résultats de Faccio et al. (2001) qui montrent que certains conflits d'agence plus discrets ou moins évidents ne provoquent pas de distribution. Dans de telles situations, les acteurs internes, à l'abri des regards, diminuent les distributions pour faciliter l'extraction de bénéfices privés.

⇒ En France, l'utilisation des politiques de distribution comme outil de gouvernance est freinée par l'absence de mécanisme alternatif forçant les acteurs internes à décider de telles politiques. Le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires est très peu surveillé et ne provoque donc pas de distribution à la hauteur de celle méritée par le risque d'expropriation encouru par les minoritaires.
En revanche, le risque de Free Cash Flow et dans une moindre mesure les conflits entre actionnaires et dirigeants, suscitent une réaction des marchés ou sont mieux appréhendés par les conseils, ce qui pousse à la hausse les distributions.

– **Ces résultats remettent-ils en cause l'étude des politiques de distribution dans le cadre de l'agence ?**

Non, nous pensons au contraire que cette étude empirique souligne la pertinence de cette approche. L'influence significative des variables de gouvernance et d'actionnariat sur le taux de rendement amène à cette conclusion.

Une fois mises en place, les politiques de distribution aident à réguler les conflits d'agence. Les réactions positives des marchés financiers aux augmentations de distribution confortent d'ailleurs cette idée.

Cependant, des mécanismes alternatifs sont nécessaires pour forcer les acteurs internes à décider de verser des dividendes ou de faire des rachats. Il est trop simple de faire l'hypothèse que face à un conflit, la distribution est systématiquement augmentée. En réalité, notre étude montre que dividende et rachat ne peuvent être mis en œuvre qu'avec la coopération des acteurs internes de l'entreprise. Il faut donc que le système de gouvernance de l'entreprise pousse ces acteurs à distribuer, ou alors ils diminueront la distribution afin de satisfaire plus facilement leurs propres intérêts.

Il est aussi important de rappeler que le rôle de gouvernance des distributions n'explique pas l'intégralité de son utilisation. Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre de cette thèse, la distribution a aussi un rôle de signal et est influencée par la fiscalité et les biais comportementaux des différents acteurs. Ainsi, l'influence négative sur le taux de rendement de la présence d'un actionnaire majoritaire est certainement renforcée par le rôle de signal de la distribution. Diminuer dividende et rachat affaiblit les signaux envoyés par les dirigeants et augmente l'asymétrie d'information. Or, ce brouillard informationnel facilite pour les acteurs internes, l'expropriation des minoritaires.

⇒ Notre modèle montre que les distributions ont un rôle de régulation des conflits, mais qu'elles doivent être étudiées en prenant en compte le système de gouvernance de l'entreprise et les différents conflits d'agence existants au sein de l'entreprise. De plus, ce rôle ne justifie qu'en partie l'utilisation du dividende et du rachat.

– **Quelles solutions préconiser pour faciliter l'utilisation des politiques de distribution comme mécanisme de gouvernance, en France ?**

Pour favoriser l'utilisation des politiques de distribution face à des conflits d'agence, il est nécessaire de développer des mécanismes alternatifs de gouvernance et donc d'améliorer la gouvernance des entreprises françaises.

Plusieurs voies de progrès existent, nous en développons deux :

* Tout d'abord, comme aux Etats-Unis, le développement d'une législation plus protectrice des minoritaires permettrait de donner à ces derniers plus de pouvoir pour faire respecter leurs droits[167].

[167] Le renforcement des pouvoirs des actionnaires minoritaires n'est pertinent que si l'on se place dans le cadre théorique classique des recherches en finance, c'est-à-dire que nous considérons la gouvernance comme une aide à la

* Il est également nécessaire d'améliorer la performance des conseils d'administration français en présence d'actionnaires majoritaires. La plupart des codes de bonne gouvernance s'inquiète du comportement des dirigeants et pas assez de celui des actionnaires de contrôle. La culture financière française, peut-être imprégnée des dogmes anglo-saxons, considère souvent que les risques d'expropriation viennent des dirigeants et ne semble pas réaliser qu'ils sont aussi le fait d'actionnaires majoritaires.

– **Quels sont les autres résultats que notre étude apporte à la compréhension des politiques de distribution ?**

* Notre étude a montré l'existence d'effets spécifiques dans le comportement de distribution des entreprises françaises. Cela veut dire qu'il existe des particularités dans la façon dont chaque entreprise décide de sa politique de distribution.

La modélisation par effets fixes de cette hétérogénéité sous entend que chaque entreprise est influencée de la même façon par les variables que nous avons mis en avant, mais que le point de départ est différent. Dans le modèle de régression, les coefficients sont identiques pour chaque variable, mais la constante varie puisqu'elle intègre indirectement le coefficient de la variable binaire correspondant à l'entreprise[168].

L'existence de particularité dans la façon dont chaque entreprise décide de sa politique de distribution montre l'influence des caractéristiques propres des entreprises. Cela nous pousse à formuler plusieurs hypothèses, inspirées en partie, de notre étude qualitative :

- Tout d'abord, le comportement et les caractéristiques des acteurs internes peuvent avoir un effet sur la distribution. L'éducation, l'âge mais aussi le caractère des dirigeants ou des actionnaires majoritaires peuvent jouer un rôle dans la détermination des montants distribués. Cette influence doit être analysée dans le cadre de la finance comportementale. De même, notre étude qualitative a montré que le versement de dividende était parfois influencé par la façon dont le premier actionnaire avait financé ses actions (héritage ou emprunt).

---

résolution des conflits entre actionnaires, dirigeants et créanciers. Cependant, comme le note Charreaux et Desbrières (1998), si l'on prend en compte les différents stakeholders de l'entreprise et le concept de valeur partenariale, « la plupart des préconisations qui visent à renforcer le pouvoir [des actionnaires] peuvent, en fait, s'opposer à un objectif de maximisation de la valeur partenariale et se révéler, finalement, contraires même à leur objectif de maximisation de la valeur actionnariale. »

[168] En présence d'effets fixes individuels, la constante est composée d'un effet spécifique à chaque entreprise (a_n) et d'un effet général (b_0). La constante admet donc la décomposition suivante : $b_{0n} = b_0 + a_n$.

- Ensuite, notre étude qualitative a souligné l'existence d'une culture de la distribution propre à chaque entreprise. Les politiques de dividende et de rachat seraient influencées par l'historique de distribution de l'entreprise.
- Enfin, les politiques de distributions peuvent être influencées par les autres parties prenantes que nous n'avons pas prises en compte pour cette étude empirique, mais dont nous avons souligné l'effet potentiel au Chapitre 2. Les conflits d'agence avec les salariés, les clients, les fournisseurs ou les créanciers sont spécifiques à chaque entreprise et peuvent aussi orienter les choix de distribution.

Afin de tester ces hypothèses, il serait intéressant dans un premier temps d'analyser les relations entre les effets spécifiques et les variables citées ci-dessus (mesurées par exemple par le nombre et le type de salariés, leur présence au conseil, l'âge de l'entreprise, les études et l'âge du directeur….).

* Un autre résultat intéressant de notre étude est celui de l'existence d'une relation significative entre le taux de rendement d'une entreprise et son appartenance à un secteur d'activité.
Les secteurs de l'industrie, des biens de consommation et de la finance distribuent plus que les secteurs des nouvelles technologies, des services aux consommateurs et de la santé. Le secteur qui distribue le plus est celui de la finance : c'est à dire les banques, les assurances et les services financiers.
Ces résultats sont conformes à ceux de Michel (1979) et Michel et Shaked (1986) qui montrent l'influence forte de l'appartenance à un secteur sur le taux de rendement et le taux de distribution en dividende. Ils corroborent aussi ceux de Massa, Rehman et Vermaelen (2007) qui montrent qu'il y a un phénomène de mimétisme dans le comportement de rachat des entreprises d'un même secteur.
Notre étude qualitative avait aussi mis en avant l'influence des concurrents directs sur les choix de distribution d'une entreprise. La moitié des managers interrogés avaient rapporté qu'ils souhaitaient se distinguer le moins possible du comportement de distribution de leur concurrent.

* L'influence de la taille de l'entreprise sur les montants de distributions est assez controversée. Notre étude montre une influence négative de la capitalisation sur le taux de rendement. Cette relation est forcément ambiguë, puisque nous avons utilisé la capitalisation pour calculer les taux de rendement. Aucune conclusion ne peut donc être tirée de ce résultat.

⇒ Synthèse : Quels sont les apports de cette étude à la compréhension des politiques de distribution ?

Les apports à la recherche de cette **étude empirique** sont de deux types :

* Apports empiriques / théoriques

Cette recherche a testé, dans un cadre théorique que nous avons voulu rigoureux, la pertinence de la prise en compte des spécificités du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Nos résultats montrent qu'il est nécessaire d'intégrer ce conflit lors de l'étude des politiques de distribution dans les pays à l'actionnariat concentré. Les variables d'actionnariat traditionnellement traitées comme des variables de gouvernance doivent en réalité être étudiées comme des mécanismes hybrides, pouvant aussi bien créer des conflits que les réguler.

De plus, notre étude a montré la nécessité de prendre en compte la structure de gouvernance globale d'une entreprise, ainsi que les particularités nationales. Même si les mécanismes étudiés, comme par exemple le conseil d'administration, ne se sont pas révélés significatifs, ils permettent cependant d'expliquer le sens des relations entre les déterminants des conflits d'agence et les politiques de distribution.

Ainsi, ces travaux se sont inscrits dans une analyse la plus complète possible, intégrant un grand nombre de variables d'agence et de gouvernance.

Elle s'est intéressée à la distribution globale et pas uniquement au dividende ou au rachat. De plus, elle a utilisé une mesure du rachat permettant de ne s'intéresser qu'à ceux réalisés dans un but de distribution.

Notre recherche a aussi fourni une des premières analyses formelles de l'influence des principales caractéristiques du conseil d'administration sur les politiques de distribution globale.

Enfin, notre étude a apporté à la connaissance du terrain français. Elle a montré que le rôle de gouvernance des distributions y est limité. Dividende et rachat sont utilisés pour limiter le risque de Free Cash Flow ou dans une moindre mesure le conflit entre actionnaires et dirigeants. Cependant, faute de mécanismes de gouvernance suffisamment efficaces, ils ne permettent pas de diminuer l'intensité des conflits opposant les actionnaires majoritaires aux minoritaires.

* Apport méthodologique

Le recours à des données de panel nous a permis de contrôler l'hétérogénéité des comportements des entreprises. Cette méthode nous semble très intéressante pour étudier un problème aussi complexe que les politiques de distribution, où les influences potentielles sont nombreuses et se doivent d'être contrôlées efficacement. La prise en compte des effets spécifiques, utilisée de façon courante dans les recherches en économie, reste rare en finance. La grande majorité des

études dont nous avons fait la revue réalise uniquement des régressions sur données moyennes, ou année après année.

Dans cette étude, les différences entre les résultats obtenus sur données moyennes et sur données de panel soulignent le risque de mettre en avant des relations fallacieuses lorsque les effets spécifiques ne sont pas contrôlés. Le recours à des analyses de panel nous a permis donc de fournir des résultats robustes à l'hétérogénéité du comportement des entreprises.

CONCLUSION DU CHAPITRE 6

Une synthèse ayant été réalisée à la fin de chaque section, et nos résultats discutés dans la Section 3, nous présentons uniquement en conclusion de ce chapitre, trois tableaux récapitulant les hypothèses de notre modèle de recherche, en précisant si elles sont été validées ou non par notre étude empirique.

Tableau 76 – Hypothèses sur l'influence des déterminants des conflits d'agence

Libellé de l'hypothèse	Signe attendu	Résultat	Validation ou commentaire
H1-A Il existe une relation négative entre le niveau des opportunités de croissance de l'entreprise et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires.	-	-	**Validée**
H1-B Il existe une relation positive entre les liquidités de l'entreprise et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires.	+	+	**Validée** Seuls les flux de liquidités ont une influence. Les stocks de liquidités sont neutres.
H1- C (H1 – C bis) En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U (U inversé) entre la concentration du capital et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires.	∪ ou ∩	Concave décroissant	**Non Validées** Le conflit actionnaires / dirigeants (actionnariat dilué) n'a pas la même influence que le conflit majoritaires / minoritaires (actionnariat concentré). Le premier a une faible influence positive sur les montants de distribution, alors que le second a une forte influence négative. Afin d'expliquer cette différence, nous avons fait l'hypothèse que les mécanismes de gouvernance alternatifs n'avaient pas la même efficacité sur les deux conflits. Le conseil d'administration ou les marchés incitent à la distribution face à un conflit actionnaires / dirigeants, mais sont inefficaces face à un conflit majoritaires / minoritaires. La significativité de la variable de concentration est sensible à l'introduction d'autres variables.
H1- D (H1 – D bis) En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation positive (négative) entre le pouvoir du premier actionnaire et les montants de distribution de liquidités aux actionnaires.	+ ou -	-	**H1- D bis Validée** Trois éléments influencent négativement et significativement la distribution : le pouvoir relatif du 1er actionnaire par rapport aux autres actionnaires connus, le fait qu'il soit dirigeant et le fait qu'il soit fondateur.

∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

Rapport-gratuit.com
LE NUMERO 1 MONDIAL DU MÉMOIRES

Tableau 77 – Hypothèses sur l'influence des variables d'actionnariat

Libellé de l'hypothèse	Signe attendu	Résultat	Validation ou commentaire
H2 (H2 - bis) En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U (U inversé) entre l'actionnariat (ou le contrôle) interne et les montants de distribution.	∪ ou ∩	NS	**Non Validées** Une relation significative et positive apparaît parfois entre le contrôle du dirigeant et la distribution. Cependant, l'inconstance de cette relation nous amène à rejeter les hypothèses H2.
H3 (H3 – bis) En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation en forme de U (U inversé) entre la détention ou le contrôle du premier actionnaire et les montants de distribution.	∪ ou ∩	Concave décroissant	**Non Validées :** La relation trouvée est faible. La détention ou le contrôle du 1er actionnaire a surtout une influence à des niveaux élevés. Cela confirme l'importance du conflit majoritaires / minoritaires. Le contrôle de l'actionnaire a plus d'influence que sa détention d'actions.
H4 (H4 – bis) En présence (en l'absence) de mécanismes de gouvernance complémentaires à la distribution, il existe une relation positive (négative) entre la présence d'un actionnaire de contrôle et les montants de distribution.	+ ou -	-	**H4 – bis Validée :** Cette relation est forte. C'est donc davantage la présence d'un actionnaire majoritaire que le niveau de son contrôle qui influence la distribution.
H5 Il existe une relation entre l'identité du premier actionnaire et les montants de distribution.	Sig.	Sig.	**Validée :** L'influence du premier actionnaire dépend de son identité et de la récence de son actionnariat. Les Etats, les institutionnels, et dans une moindre mesure les banques n'ont pas la même influence sur les distributions.
H6 Il existe une relation entre la détention ou le contrôle des actionnaires de blocs et les montants de distribution.	Sig.	-	**Validée :** Seul l'actionnariat et le contrôle du second actionnaire influencent les montants distribués. Le sens de cette influence dépend de l'identité du second actionnaire, mais dans l'ensemble elle est négative.
H7 Il existe une relation entre l'identité des actionnaires de blocs et les montants de distribution.	Sig.	Sig.	**Validée :** L'influence du second actionnaire dépend de son identité et de la récence de son actionnariat. Les groupements de salariés, et dans une moindre mesure les banques n'ont pas la même influence sur les distributions.

Sig : Relation significative.
NS : Relation non significative.
∩ : relation en forme de U inversé ; ∪ : relation en forme de U.

Tableau 78 – Hypothèses sur l'influence des variables de gouvernance

Libellé de l'hypothèse	Signe attendu	Résultat	Validation ou commentaire
H8-C Il existe une relation négative entre le niveau de la dette de la firme et les montants de distribution.	-	-	**Validée**
H9-A **Il existe une relation positive entre le niveau d'efficacité du conseil et les montants de distribution.**	+		**Non Validée** A part l'indépendance de ses membres, les caractéristiques du conseil n'influencent pas les politiques de distribution.
H9-A/a Il existe une relation négative entre la taille du conseil et les montants de distribution.	-	NS	**Non Validée**
H9-A/b Il existe une relation positive entre la dissociation entre les fonctions de président et de directeur et les montants de distribution.	+	NS	**Non Validée**
H9-A/c Il existe une relation positive entre la présence de comités assistant le conseil et les montants de distribution.	+	NS	**Non Validée**
H9-A /d Il existe une relation négative entre l'influence du fondateur sur le conseil et les montants de distribution.	-	-	**Validée** Cette influence résulte de la présence du fondateur au conseil et non pas de son actionnariat ou de son contrôle.
H9-A/e Il existe une relation positive entre l'indépendance des membres du conseil et les montants de distribution.	+	+	**Validée** La relation est faible.
H9-A/f Il n'existe pas de relation entre le type de conseil et les montants de distribution.	NS	NS	**Validée**
H9-B En présence d'un conflit actionnaires / dirigeants, il existe une relation négative entre le niveau des stock-options et les montants de distribution.	-	NS	**Non Validée** Une relation significative et négative apparaît parfois entre les stock-options et la distribution. Cependant, l'inconstance de cette relation nous amène à rejeter l'hypothèse H9-B.

NS : Relation non significative.

CHAPITRE 7 – TEST DU MODELE EXPLICATIF DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Ce chapitre rassemble les résultats de notre seconde étude empirique, qui teste l'influence sur le choix de l'instrument de distribution, de la fiscalité des actionnaires influents, de la permanence des revenus et des stock-options détenues par les dirigeants. La méthodologie de cette étude a été présentée au Chapitre 5.

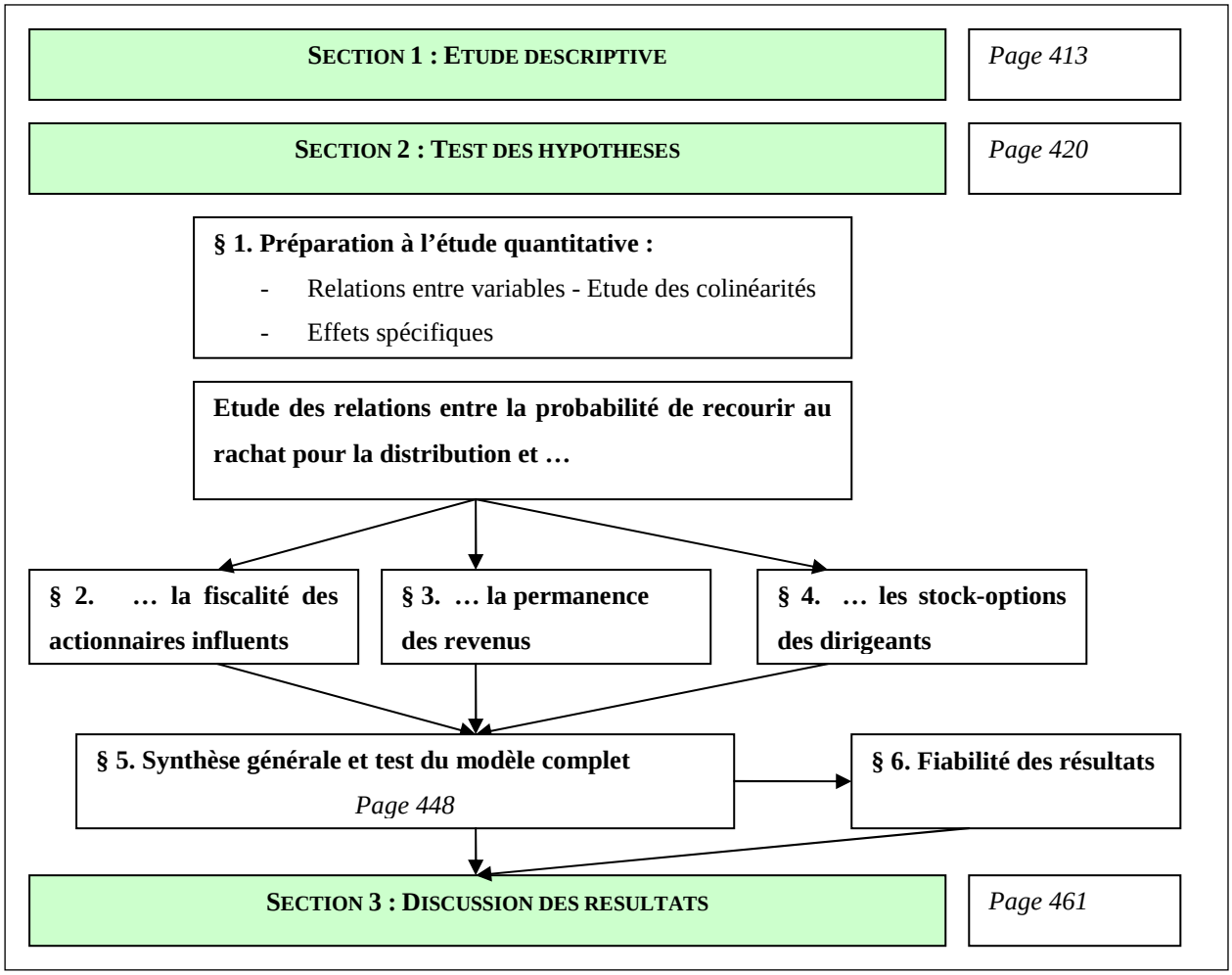
La Section 1, par l'intermédiaire de statistiques descriptives, étudie l'évolution des distributions de dividendes et des rachats d'actions et s'intéresse aux motivations affichées dans les programmes de rachat.

La Section 2 présente les tests des hypothèses de notre second modèle de recherche et les résultats obtenus.

Enfin, la Section 3 discute des résultats et des apports de cette étude empirique.

Ce chapitre est conclu par un bilan des hypothèses validées et rejetées.

Figure 12 – Aide à la lecture du Chapitre 7



SECTION 1 – POLITIQUES DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D'ACTIONS EN FRANCE

La Section 1 a pour objectif de décrire l'évolution des distributions de dividende et des programmes de rachat en France (1.). Elle présente aussi quelques statistiques descriptives des variables à expliquer de notre second modèle de recherche, c'est-à-dire deux variables muettes prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise fait du rachat net ou annule ses actions (2.)

1. DESCRIPTION DES POLITIQUES DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D'ACTIONS

Avant de tester notre modèle explicatif du choix de l'instrument de distribution, nous proposons une étude descriptive de l'évolution des distributions de dividendes et des programmes de rachat d'actions sur la période 2000 - 2005.

Nous avons collecté des informations concernant l'exécution des rachats d'actions des sociétés du SBF250 et les motivations affichées par ces entreprises dans leur programme. Nous présentons en premier lieu un aperçu de ces motivations (1.1.), puis étudions la mise en œuvre et l'évolution des programmes de rachat et des distributions de dividendes (1.2.).

1.1. MOTIVATIONS AUX RACHATS D'ACTIONS

Comme nous l'avons vu au Chapitre 1, pour mettre en œuvre un programme de rachat d'actions, les entreprises doivent au préalable le faire approuver par l'assemblée générale des actionnaires et spécifier les objectifs de leur programme.

La majorité des entreprises françaises vote à chaque assemblée annuelle un programme de rachat. Sur notre échantillon d'entreprises, seules 13,1% des entreprises n'en ont pas voté. Ce chiffre tend à diminuer avec les années, même s'il remonte en 2005. L'autorisation de rachat ne constitue pas une obligation. Ainsi, 33,1% des entreprises ayant voté un programme ne l'ont pas mis en œuvre. Les deux tableaux ci-dessous précisent ces informations.

Tableau 79 – Pourcentage d'entreprises n'ayant pas voté de programme de rachat d'actions

2000	2001	2002	2003	2004	2005	Toutes années
20,4%	14,2%	15%	10%	8,4%	11,4%	13,1%

Tableau 80 – Pourcentage d'entreprises ayant voté un programme et ne l'ayant pas mis en oeuvre

2000	2001	2002	2003	2004	2005	Toutes années
37,2%	34,6%	36%	31,3%	28,3%	32,4%	33,1%

Les motivations affichées par les entreprises pour justifier leur programme de rachat sont nombreuses. Malgré les nouvelles réglementations et la limitation des objectifs autorisés[169], leur nombre n'a pas diminué. En moyenne, les firmes en listent plus de 4. Elles couvrent la majorité des domaines et concernent :

- la régularisation du cours ;
- la mise en œuvre d'une politique de gestion patrimoniale et financière, dans le but par exemple d'améliorer le résultat par action ;
- la remise de titres en paiement ou en échange, dans le cas de croissance externe ou parfois d'obligations convertibles ;
- l'attribution d'actions aux salariés ;
- l'annulation ;
- la conservation.

Les objectifs les plus fréquemment cités sont la régularisation du cours, et le financement de la croissance externe et des stock-options. L'annulation, qui doit être obligatoirement mentionnée au programme pour pouvoir être mise en œuvre, est proposée par 61,4% des entreprises. Le tableau ci-dessous résume cette information.

Tableau 81 – Pourcentage d'entreprises mentionnant chaque ensemble d'objectifs dans leur programme

	Régularisation du cours	Gestion patrimoniale	Croissance externe	Attribution aux salariés	Annulation	Conservation
2000	96,5%	39,8%	79,6%	79,6%	53,1%	31%
2001	99,2%	42,1%	86,5%	86,5%	56,4%	31,6%
2002	98,5%	41,9%	85,3%	81,6%	50,7%	30,1%
2003	97,4%	36,1%	85,4%	87,5%	62,5%	32,6%
2004	98%	36,8%	85,5%	88,2%	67,1%	38,8%
2005	95,9%	7,4%	91,2%	89,9%	75%	39,2%
Toutes années	**97,6%**	33,5%	**85,8%**	**85,8%**	**61,4%**	34,1%

[169] Voir Chapitre 1 – Section 1

⇒ Cette présentation des objectifs des programmes de rachat ne reflète qu'une partie de la réalité. En effet, les entreprises votent des programmes larges, afin de garder une liberté dans leur mise en œuvre. Il est donc nécessaire d'étudier les opérations réalisées par les entreprises sur leurs propres titres pour comprendre leur comportement réel.

1.2. EVOLUTION DES DISTRIBUTIONS DE DIVIDENDES ET DES PROGRAMMES DE RACHAT D'ACTIONS

Ce paragraphe présente les comportements de rachat d'actions et de distribution de dividendes des entreprises du SBF 250. Nous ne nous basons donc plus uniquement sur notre échantillon, mais sur l'ensemble des entreprises formant le SBF 250[170].

Nous présentons en premier lieu toutes les opérations réalisées par les entreprises sur leurs propres titres, puis nous comparerons ces données aux distributions de dividendes.

1.2.1. Mise en œuvre des programmes de rachat d'actions

En France, dans le cadre des programmes de rachats d'actions, plusieurs types d'opérations peuvent être réalisées : le rachat de titres propres, la cession, le transfert ou l'annulation. Nous avons recensé l'ampleur de ces différentes opérations et en présentons ici un aperçu[171].

La distinction entre transfert et cession est mal déterminée et les entreprises utilisent parfois indifféremment l'un ou l'autre de ces termes. Ils concernent principalement des cessions de titres réalisées dans le cadre de régularisation du cours, ou des transferts pour le financement de plans de stock-options, d'obligations convertibles ou d'investissements.

La Figure 13 rend compte de la mise en œuvre des rachats d'actions selon ces différentes opérations. On ne note pas d'évolution marquante au cours de la période, si ce n'est que 2001 a été une année de rachats importants.

Les opérations d'achat et d'annulation sont les plus importantes en valeur. Pourtant, les annulations ne sont réalisées que par une minorité d'entreprises (au maximum 25, en 2005), alors que la majorité d'entre elles fait surtout des achats et des cessions de titres propres.

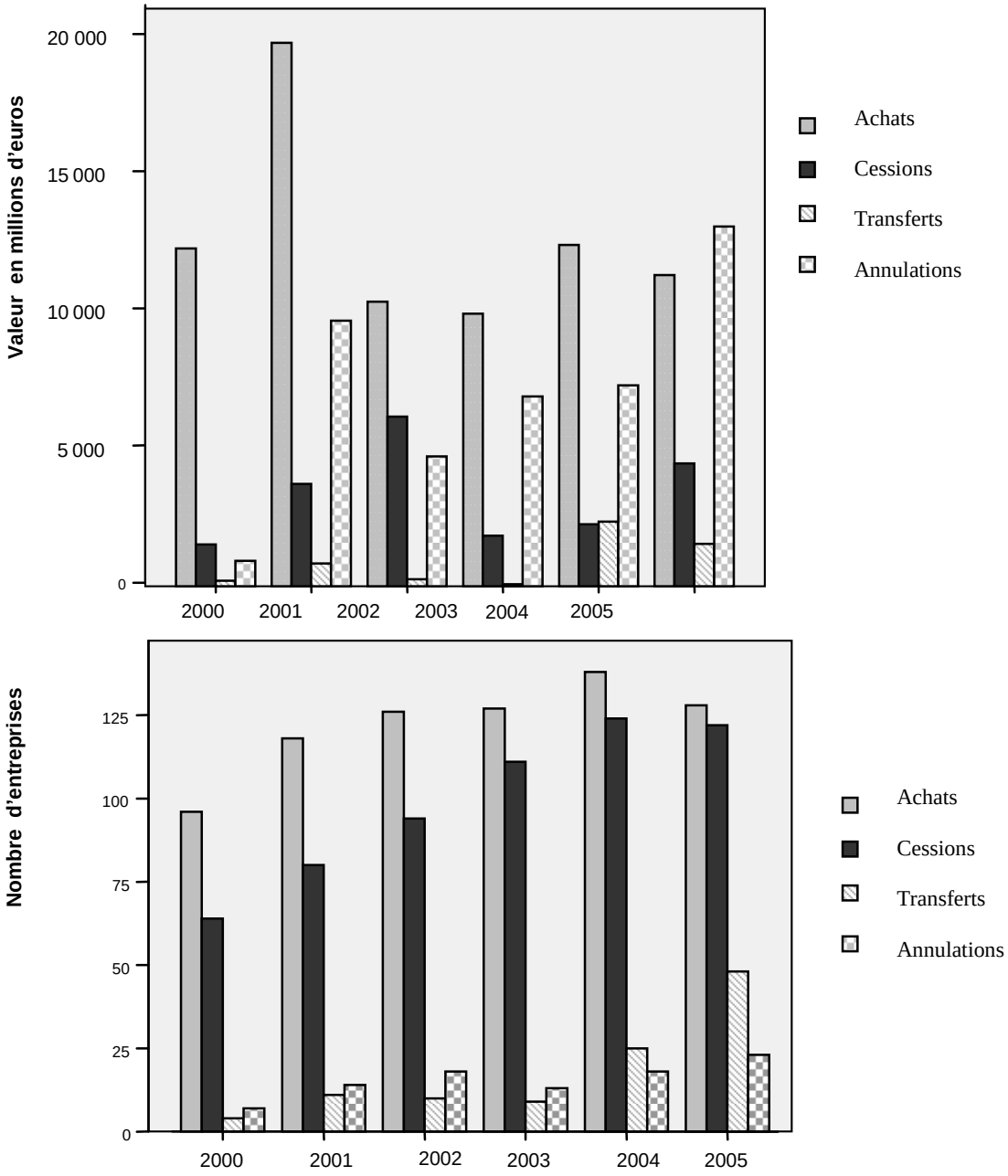
L'importance des opérations de cession et, dans une moindre mesure des transferts, suggère que pour une majorité d'entreprises le rachat n'a pas pour but de distribuer des liquidités aux

[170] Composition du SBF 250 à la date du 06 avril 2006.

[171] Pour plus d'information sur la collecte de ces données, voir le Chapitre 5 – Section 1 et 2

actionnaires. Les entreprises utilisent majoritairement le rachat pour régulariser le cours[172], pour fournir leurs plans de stock-options et pour financer des opérations de croissance externe.
Ces observations confortent les résultats de notre étude qualitative qui montrent qu'en France, le rachat n'est pas vraiment considéré comme un instrument de distribution.

Figure 13 – Montants des opérations sur titres propres et nombre d'entreprises concernées, pour le SBF250 et par type d'opération



[172] Comme nous l'avons vu au Chapitre 1 – Section 1, la revente d'actions à un cours supérieur au prix d'achat peut créer de la valeur pour l'actionnaire. Cependant, la législation française stipule que les opérations de régularisation doivent avoir pour but d'améliorer la liquidité et doivent être réalisées par un intermédiaire financier. On peut donc considérer que les opérations de cessions correspondent rarement à une distribution et c'est pourquoi nous les excluons du cadre des politiques de distribution.

La description des opérations de rachat que nous venons de faire doit être complétée pour pouvoir apprécier l'importance des rachats exercés dans le but de distribuer des liquidités aux actionnaires. C'est l'objectif du paragraphe suivant.

1.2.2. Evolution des politiques de distribution

Nous avons vu que deux types de rachat pouvaient correspondre à des distributions de liquidités aux actionnaires : ceux en surplus des cessions ou des transferts, et les annulations[173].

Le tableau suivant chiffre la proportion d'entreprises du SBF 250 qui distribuent, selon le type d'instrument et la proportion qui ne distribuent pas. La plupart des entreprises qui font du rachat, distribuent aussi des dividendes.

Tableau 82 – Proportion d'entreprises du SBF250 distribuant, selon l'instrument, et ne distribuant pas

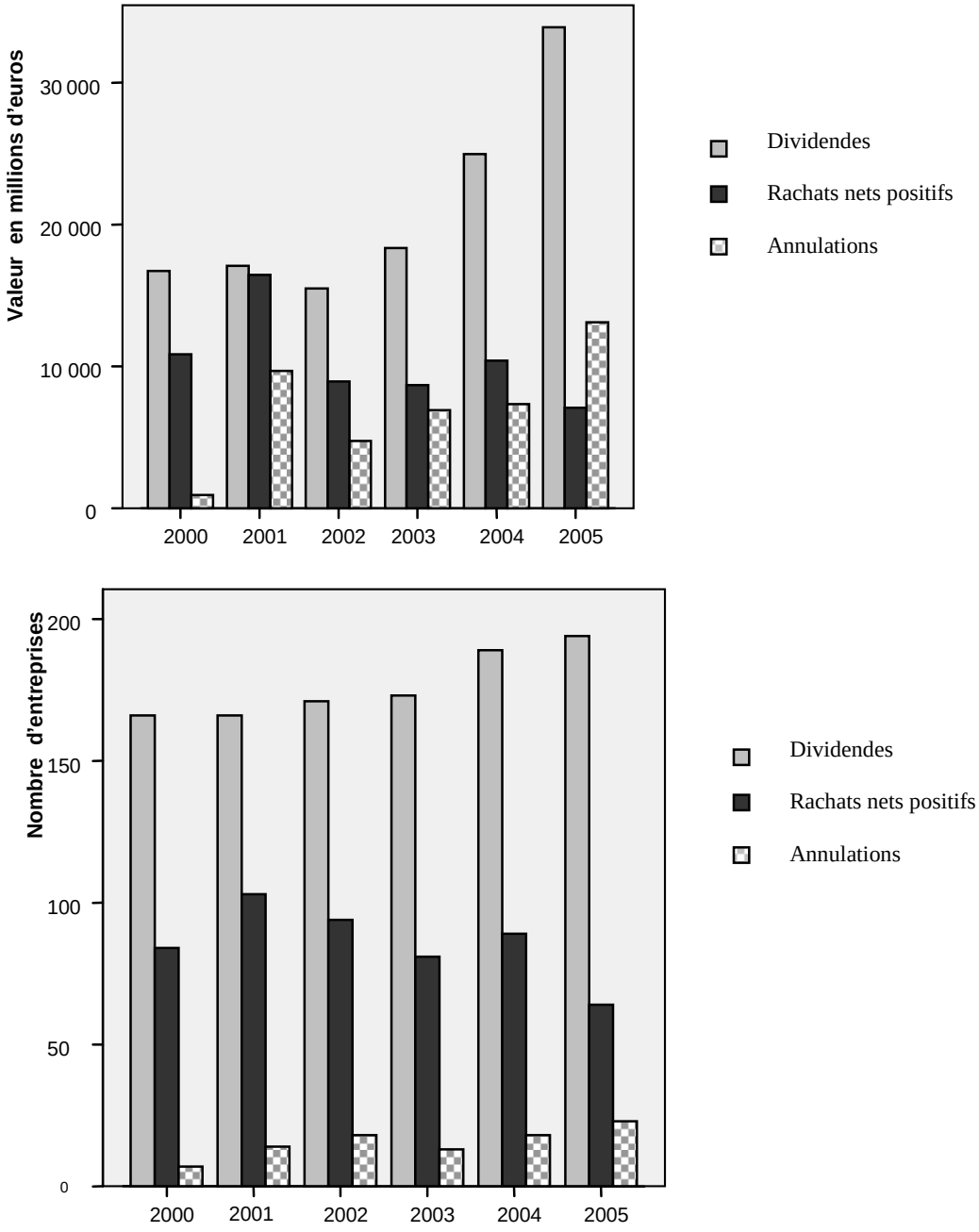
Proportion d'entreprises :	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Toutes années
Distribuant des dividendes	81%	75,8%	75,7%	76,5%	81,1%	83,6%	79%
Effectuant des rachats nets positifs	41%	47%	41,6%	35,4%	38,2%	27,6%	38,4%
Ayant annulé des actions	3,4%	6,4%	8%	5,8%	7,7%	9,9%	6,9%
Ne distribuant pas de dividendes et n'effectuant pas de rachat net positif	14,1%	16,4%	16,4%	19%	15%	12,9%	15,7%

La Figure 14 ci-dessous compare les annulations d'actions et les rachats nets, au niveau des dividendes. Elle illustre la prédominance du dividende comme mode de distribution et sa forte évolution depuis 2000.

En France, le rachat est un mode de distribution peu utilisé et au développement limité. L'importance du rachat doit être d'autant plus tempérée que peu d'entreprises participent à son développement. Par exemple, en 2005, l'augmentation des opérations d'annulation est expliquée par l'activité d'une poignée d'entreprises : deux entreprises, Total et BNP Paribas, ont procédé à la moitié des annulations effectuées.

[173] Voir le Chapitre 5 – Section 2 – 1, et la note de bas de page numéro 172.

Figure 14 – Montants des distributions de liquidités et nombre d'entreprises concernées, pour le SBF 250 et par type d'opération



Afin de compléter cette étude descriptive sur l'importance du dividende et du rachat dans les politiques de distribution, nous nous intéressons, pour chaque entreprise, à la proportion de la distribution (dividende + rachat net) effectuée sous forme de dividende.

Les quelques statistiques présentées dans le Tableau 83 et la Figure 15 ont été calculées à partir de l'échantillon d'entreprises présenté au Chapitre 5. Elles confirment que le dividende est le principal outil utilisé pour distribuer des liquidités. Il représente en moyenne 83,89% des distributions sur les 6 années d'étude. Certaines entreprises ne font que du rachat (une minorité), alors que d'autres (une majorité) ne distribuent que par dividende.

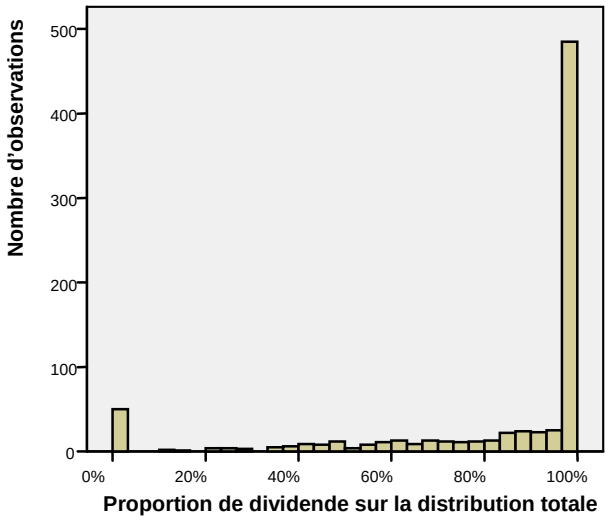
Tableau 83 – Statistiques descriptives de la proportion de dividende sur la distribution totale

Les données présentées dans ce tableau ont été obtenues à partir de notre échantillon d'entreprises.
Proportion de dividende = (montant de dividende versé par entreprise dans l'année) / (montant de dividende + montant de rachat net positif réalisé par entreprise dans l'année).

	Min	Max	Moyenne	Médiane	Ecart-Type
2000	0%	100%	80,39%	98,37%	0,29443
2001	0%	100%	77,01%	95,32%	0,33685
2002	0%	100%	80,01%	99,86%	0,32200
2003	0%	100%	87,23%	100%	0,24705
2004	0%	100%	87,38%	100%	0,23143
2005	0%	100%	90,15%	100%	0,24099
Toutes années	**0%**	**100%**	**83,89%**	100%	0,28374

Figure 15 – Histogramme de la proportion de dividende sur la distribution totale

Les données présentées dans ce graphique ont été obtenues à partir de notre échantillon d'entreprises.
Proportion de dividende = (montant de dividende versé par entreprise dans l'année) / (montant de dividende + montant de rachat net positif réalisé par entreprise dans l'année).



2. CARACTERISTIQUES DESCRIPTIVES DES DEUX VARIABLES A EXPLIQUER

Suite à cette description générale des politiques de distribution en France, nous nous intéressons maintenant à notre second modèle théorique et au choix de l'instrument de distribution.

Les variables que nous souhaitons expliquer sont deux variables binaires : **RACHATNET** et **RACHANNUL.** La première prend la valeur de 1 si l'entreprise a un montant de rachat net positif, et la seconde prend la valeur de 1 si l'entreprise a annulé des actions dans l'année.

Nous présentons ci-dessous la fréquence et le mode de ces deux variables.

Le Tableau 84 montre que 52,1% des entreprises n'ont pas fait de rachat net positif sur l'ensemble des 6 années. Cette situation a évolué au cours de la période d'étude. Entre 2000 et 2002, une majorité d'entreprises (entre 52,5% et 60,2%) avait une activité de rachat net positif, alors qu'entre 2003 et 2005, elles sont devenues minoritaires (entre 33,6% et 46,7%). En 2005, le nombre d'entreprises ne faisant pas de rachat net positif a atteint un maximum.

Une très forte proportion des entreprises ne procède à aucune annulation (89,4% sur les 6 années d'étude). Ce chiffre tend à évoluer à la baisse entre 2000 (95,7%) et 2005 (85,7%).

Tableau 84 – Fréquence des variables RACHATNET et RACHANNUL

	Fréquence des entreprises faisant du rachat net RACHATNET = 1	**Fréquence des entreprises ayant annulé des actions RACHANNUL = 1**
2000	52,5%	4,3%
2001	60,2%	9,6%
2002	53%	12,3%
2003	43,7%	10%
2004	46,7%	12%
2005	33,6%	14,3%
Toutes années	47,9%	10,6%

Conclusion de la Section 1

La Section 1 a présenté quelques statistiques descriptives permettant d'apprécier l'évolution des politiques de dividende et des programmes de rachat d'actions des entreprises françaises, de 2000 à 2005.

Il en ressort que le dividende est le moyen privilégé pour distribuer des liquidités aux actionnaires. Son importance continue de grandir alors que les opérations d'annulation et les rachats nets positifs restent limités.

Les programmes de rachat, qui ne sont pas toujours mis en œuvre, semblent surtout destinés à régulariser le cours bousier, fournir des stock-options aux salariés et financer les opérations de croissance externe. Leur rôle de distribution reste encore limité.

SECTION 2 – RESULTATS DES TESTS DES HYPOTHESES EXPLICATIVES DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

La Section 2 présente et discute les résultats du test des hypothèses de notre second modèle de recherche. Cette section comporte 6 paragraphes :

- le premier (1.) prépare l'étude quantitative en s'intéressant aux corrélations entre variables explicatives et à la présence d'effets spécifiques ;
- le deuxième paragraphe (2.) teste et discute les relations entre choix de l'instrument de distribution et fiscalité des actionnaires influents ;
- le troisième paragraphe (3.) teste et discute les relations entre choix de l'instrument de distribution et permanence des revenus ;
- le quatrième paragraphe (4.) teste et discute les relations entre choix de l'instrument de distribution et stock-options des dirigeants ;
- le cinquième paragraphe (5.) synthétise les résultats obtenus et teste le modèle intégrant l'ensemble des variables explicatives ;
- enfin le sixième paragraphe (6.) démontre la fiabilité de nos résultats.

1. PREPARATION DE L'ETUDE QUANTITATIVE

1.1. ETUDE DES RELATIONS ENTRE VARIABLES EXPLICATIVES

Nous avons examiné les relations entre les variables explicatives de notre étude empirique afin d'extraire des traitements statistiques celles qui ne répondraient pas au critère d'indépendance.
Etant donné que nous avons des variables de nature différente (métrique et binaire), nous avons calculé trois types d'indices de relation : le coefficient de corrélation de Pearson, le coefficient Phi et le point Bisérial[174].
Le Tableau 85 présente la matrice des relations entre variables explicatives.

La littérature considère traditionnellement que l'existence d'une corrélation supérieure à 0.6 peut entraîner des problèmes de colinéarité. Nous avons donc recensé les corrélations supérieures à ce seuil.
Au-delà de la forte corrélation entre les mesures d'une même variable (qui n'est pas problématique puisque nous ne les insérerons jamais ensemble dans une régression), ce tableau

[174] Voir le Chapitre 6 – Section 2 – 1.1. pour plus de détails sur ces indices de relation.

révèle une seule corrélation supérieure à 0.6, entre FAM1 et ACTDIR. Cette relation s'explique par le fait que les actionnaires familiaux d'une entreprise en sont souvent les dirigeants.

Afin d'éviter les problèmes de colinéarité, nous n'introduirons pas ces deux variables dans une même régression. De plus, nous vérifierons systématiquement les indices de conditionnement (qui doivent être <30) et de colinéarité (VIF<4)[175].

[175] Pour plus de détails sur ces indices, voir le Chapitre 5 – Section 3 – 3.1

Tableau 85 – Matrice des relations entre variables explicatives

	ACTDIR	BANK1	FAM1	ETAT1	ENT1	INST1	SALA1	BANKENTF	ETATINST	STOCKOPT1	STOCKOPT2
ACTDIR	*1,000*										
BANK1	*-0,275*	*1,000*									
FAM1	**0,730**	*-0,334*	*1,000*								
ETAT1	*-0,188*	*-0,081*	*-0,221*	*1,000*							
ENT1	*-0,320*	*-0,173*	*-0,474*	*-0,114*	*1,000*						
INST1	*-0,198*	*-0,116*	*-0,316*	*-0,076*	*-0,164*	*1,000*					
SALA1	*-0,163*	*-0,076*	*-0,209*	*-0,050*	*-0,108*	*-0,072*	*1,000*				
BANKENTFAM	*0,313*	*0,158*	*0,434*	*-0,509*	*0,225*	**-0,729**	*0,099*	*1,000*			
ETATINST	*-0,282*	*-0,146*	*-0,401*	*0,551*	*-0,208*	**0,790**	*-0,091*	**-0,923**	*1,000*		
STOCKOPT1	*-0,108*	*-0,065*	*-0,032*	*-0,074*	*0,057*	*0,079*	*0,056*	*-0,006*	*0,021*	*1,000*	
STOCKOPT2	*-0,134*	*-0,074*	*-0,081*	*-0,077*	*0,082*	*0,162*	*0,021*	*-0,070*	*0,088*	*0,353*	*1,000*
VOLREV	*-0,239*	*0,029*	*-0,231*	*0,161*	*0,198*	*-0,049*	*0,042*	*-0,050*	*0,058*	*-0,074*	*-0,075*
VOLCA	*-0,223*	*0,038*	*-0,156*	*0,053*	*0,144*	*-0,026*	*0,039*	*-0,002*	*0,011*	*-0,062*	*-0,075*
VOLRT	*-0,189*	*-0,025*	*-0,179*	*0,288*	*0,048*	*0,058*	*0,005*	*-0,205*	*0,225*	*-0,052*	*-0,045*
CASHST	*0,146*	*-0,194*	*0,108*	*-0,066*	*0,054*	*0,029*	*-0,051*	*0,012*	*-0,016*	*0,074*	*0,117*
CASHFL2	*0,215*	*-0,097*	*0,151*	*-0,103*	*0,077*	*-0,158*	*-0,020*	*0,191*	*-0,195*	*-0,041*	*-0,076*
LOGCAPI	*-0,492*	*0,084*	*-0,303*	*0,239*	*0,102*	*-0,068*	*0,173*	*-0,129*	*0,090*	*-0,040*	*-0,072*

	VOLREV	VOLCA	VOLRT	CASHST	CASHFL2
VOLREV	*1,000*				
VOLCA	**0,813**	*1,000*			
VOLRT	*0,519*	*0,479*	*1,000*		
CASHST	*-0,142*	*-0,146*	*-0,099*	*1,000*	
CASHFL2	*-0,064*	*-0,096*	*-0,062*	*0,259*	*1,000*
LOGCAPI	*0,524*	*0,512*	*0,387*	*-0,183*	*-0,070*

1.2. EFFETS SPECIFIQUES ET CHOIX ENTRE DIVIDENDE ET RACHAT

L'échantillon de notre étude empirique est constitué de données de panel. Comme nous l'avons déjà vu, ces données offrent une richesse d'informations supplémentaire lorsque la population est hétérogène ou évolue dans le temps.
L'objectif de ce paragraphe est de tester l'existence d'effets individuels (1.2.1.) et temporels (1.2.2.) et, en présence de tels effets, de déterminer la façon dont ils seront pris en compte.

1.2.1. Effets spécifiques individuels et choix de la modélisation

Dans un premier temps, nous nous intéressons à l'hétérogénéité des comportements des entreprises. Au-delà des variables que nous prenons en compte dans cette étude, existe-t-il des caractéristiques propres à chaque entreprise qui expliquent leur choix de procéder à du rachat?

Test de l'existence ou de l'absence d'effets individuels
Comme vu au Chapitre 5 (Section 3 - 3.2.3.), deux tests permettent de déterminer l'existence ou l'absence d'effets individuels lorsque la variable à expliquer est binaire :
- un test de Hausman comparant le modèle Logit avec effets fixes au modèle Logit standard ;
- un test du ratio de vraisemblance comparant le modèle Logit ou Probit à erreurs composées au modèle Logit ou Probit standard.

Pour chacune des deux variables à expliquer (RACHATNET et RACHANNUL), le Tableau 86 présente les résultats de ces tests sur deux exemples de régressions comprenant la majorité de nos variables explicatives.

Pour la variable RACHATNET, les tests présentés ci-dessous sont significatifs à 5% et à 1%. Cela montre l'existence d'effets spécifiques individuels.
Pour la variable RACHANNUL, le test du ratio de vraisemblance est significatif à 1%. En revanche, le test de Hausman n'est pas significatif. Malgré cette divergence de résultats, il nous semble prudent de considérer qu'il existe des effets spécifiques individuels. En effet, nous ne pouvons négliger les résultats du test du ratio de vraisemblance.

Pour simplifier la lecture du Tableau 86, nous avons uniquement présenté les résultats des tests du ratio de vraisemblance réalisés à partir des régressions Logit. Toutefois, les résultats sont identiques lorsqu'ils sont calculés à partir des régressions Probit à erreurs composées.

Les résultats exposés ici peuvent être généralisés. En effet, nous avons réalisé le test du ratio de vraisemblance pour l'ensemble des régressions présentées dans ce chapitre, et les résultats montrent tous l'existence d'effets spécifiques individuels.

⇒ Les tests réalisés confirment l'existence d'effets spécifiques individuels.
Pour étudier le choix de l'instrument de distribution des entreprises françaises sans biaiser les résultats, il est donc nécessaire de modéliser l'hétérogénéité des comportements des entreprises.

Choix de la modélisation

Comme nous l'avons vu au Chapitre 5, le test de Hausman permet de choisir entre une modélisation avec effets fixes et une modélisation avec effets aléatoires.
Pour réaliser ce test, nous choisissons le modèle Logit qui est le seul à accepter à la fois une modélisation avec effets fixes et une avec effets aléatoires. Si le test rejette l'hypothèse H0 d'absence de différences entre les deux modélisations, nous privilégierons le modèle Logit avec effets fixes. En revanche, si le test valide l'hypothèse H0, nous préférerons une modélisation avec erreurs composées. Dans ce cas et en accord avec ce qui a été dit au Chapitre 5, la modélisation Probit sera choisie.

Pour chacune des variables à expliquer, le Tableau 86 présente les résultats du test sur deux exemples de régressions comprenant la majorité des variables explicatives. Le test de Hausman n'est jamais significatif. Ainsi, il n'existe pas de différence systématique entre la modélisation à effets fixes et celle à effets aléatoires. Il est donc conseillé d'utiliser un modèle à erreurs composées. Dans ce cas, le modèle Probit est le plus adapté.
Nous avons réalisé ce test pour la majorité de nos régressions et les résultats sont identiques.

⇒ Suite au test d'Hausman, nous choisissons de modéliser l'hétérogénéité des comportements des entreprises par un modèle Probit à erreurs composées.

Tableau 86 – Test de l'existence d'effets spécifiques individuels et temporels et Test de Hausman du choix de la modélisation

	RACHAT NET						RACHAT ANNULE					
	Pooled (1)	**FE (1)**	**RE (1)**	**Pooled (2)**	**FE (2)**	**RE (2)**	**Pooled (3)**	**FE (3)**	**RE (3)**	**Pooled (4)**	**FE (4)**	**RE (4)**
ACTDIR				-0.946***	-3.701	-0.217				-3.327***	-0.155	-0.434
BANK1				0.0321	0.934	0.802*				-1.191**	0.585	-0.533
FAM1	-0.441***	-0.604	-0.324				-0.942***	18.73	-0.517			
ETAT1 [1]	-1.467***		-1.731***				-2.652***		-3.258*			
ENT1				-0.221	0.0719	0.167				-0.422	-2.422	0.132
INST1				-0.0102	0.349	0.543				-1.546**	-1.818	-0.693
SALA1				0.625	-0.262	1.155*				1.121***	15.09	1.887**
CASHST	1.087*	4.197*	2.171**	0.213	5.212**	1.863*	-5.161***	-4.176	-2.799	-2.596	-7.585*	-2.293
CASHFL2	-3.574***	4.691	-3.578**				-2.643	0.405	-0.00352			
VOLRTBIS [2]	0.207**	-0.850	0.0741				0.329***	0.804	0.521***			
VOLREVBIS [2]				0.113	-2.166**	0.141				0.655***	-0.326	-0.000179
STOCKOPT1	29.52	117.6***	56.31*	25.04	115.5***	64.28**	66.04*	38.82	95.26**	79.38**	29.12	121.8***
LOGCAPI	-0.0175	-0.519*	0.159**							-0.0552**	-0.00595	0.711***
VARIABLES ANNEES [3]	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG	SIG
CONSTANTE			-3.026***			-1.397***			-2.431***			-12.95***

Test de Hausman de l'existence d'effets individuels	22,65**			33,59***			10,77			10,24		
Test du ratio de vraisemblance de l'existence d'effets individuels [4]			32,89***			42,39***			43,25***			19,06***
Test de significativité des effets temporels		10,54*			23,51***			9,62*			9,16	
Test de Hausman de différence entre modèle FE / RE		16,66			19,73			2,56			13,60	

Pooled (X) présente la régression Logit standard sans constante, FE (X) présente la régression Logit X avec effets fixes, RE(X) présente la régression Logit X avec effets aléatoires.
Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1), sans étoile : Non significatif.

[1] *La variable Etat1 étant stable sur la période d'étude, elle n'apparaît pas dans les régressions avec effets fixes.*
[2] *Le test de Hausman n'accepte pas de trop grande différence dans les échelles de mesure. En valeur absolue, la majorité de nos mesures est comprise entre [0,1], alors que les mesures de volatilité sont comprises entre [0, 10 000 000]. Nous avons donc divisé ces valeurs par 1 000 000, pour les tests ci-dessus uniquement.*
[3] *Sig : Au moins une des variables années est significative au seuil de 5%.*
[4] *Pour ne pas alourdir la présentation, les résultats des tests du ratio de vraisemblance présentés dans le tableau ont été calculés à partir des régressions Logit à erreurs composées. Cependant, les résultats valident aussi la significativité des effets spécifiques lorsqu'ils sont calculés à partir de régressions Probit à erreurs composées.*

1.2.2. Effets spécifiques temporels

Nous nous intéressons à présent à l'hétérogénéité des comportements des entreprises dans le temps. Est-ce que la façon dont est décidée le choix de l'instrument de distribution évolue dans le temps ? Existe-t-il des spécificités propres à chaque période influençant la décision de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions ? Afin de répondre à ces questions, nous avons introduit 5 variables binaires annuelles[176] et testé leur significativité par un test de Fischer.

Le Tableau 86 présente les résultats de ce test. On observe que pour chaque régression, au moins une variable année est significative au seuil de 5%.
Pour les régressions sur RACHATNET, toutes les variables « *année* » sont significatives au seuil de 1% ou 5%. Le test de Fischer montre la significativité de ces effets temporels à 10% et 1%.
En revanche, pour les régressions sur RACHANNUL, seule une variable année est significative au seuil de 1%. Le test de Fischer montre que ces effets temporels sont significatifs à 10% pour le premier exemple de régression. En revanche, il rejette leur significativité pour le second exemple de régression. Malgré cette divergence de résultats, il semble prudent de considérer qu'il existe des effets spécifiques temporels. En effet, nous ne pouvons négliger les résultats positifs obtenus sur le premier exemple.
Les modes de décisions des entreprises semblent donc avoir varié légèrement sur la période de notre étude. Les déterminants du choix de l'instrument de distribution ne peuvent être considérés comme stables. Nous introduirons donc des variables binaires année dans l'ensemble de nos régressions pour contrôler les effets temporels. De nouveau, cette conclusion est valable pour les exemples présentés ci-dessous, ainsi que pour l'ensemble des régressions présentées dans cette étude.

⇒ Nos tests montrent l'existence d'effets temporels dans le choix de l'instrument de distribution. Nous contrôlerons ces effets par l'introduction de variables binaires *« année »* dans la suite de ce travail.

Maintenant que nous avons précisé la modélisation des effets spécifiques et repéré les variables potentiellement colinéaires, nous pouvons procéder aux tests des hypothèses de notre second

[176] Nous n'avons pas introduit 6 variables binaires, mais 5 (2000, 2001, 2002, 2003, 2004) pour éviter les problèmes de colinéarité. Chaque variable est égale à 1 si l'observation est située dans l'année et 0 sinon.

modèle de recherche. Pour cela, nous utiliserons des régressions Probit à erreurs composées avec effets temporels.

2. ETUDE DE LA RELATION ENTRE LE CHOIX DE FAIRE DU RACHAT ET LA FISCALITE DES ACTIONNAIRES INFLUENTS

Le paragraphe 2 analyse les liens entre le choix de faire du rachat et la fiscalité des actionnaires influents. En particulier, les trois hypothèses suivantes sont testées :

Hypothèse testée : H10-A

Il existe une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.

Hypothèse testée : H10-B

Lorsque le premier actionnaire est une entreprise, une banque ou un particulier, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.

Hypothèse testée : H10-C

Lorsque le premier actionnaire est un investisseur institutionnel ou un Etat, cela n'influence pas la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.

Plusieurs analyses sont proposées pour le test de ces hypothèses :

– des analyses bivariées commentées au point (2.1);

– des régressions multivariées intégrant l'ensemble des variables de fiscalité, ainsi que des variables de contrôle (2.2. et 2.3.).

Page 449, un tableau synthétise ces résultats qui seront discutés à la fin de ce chapitre.

2.1. ANALYSES BIVARIEES

Dans un premier temps, nous étudions séparément l'influence de l'identité du premier actionnaire et de la détention des dirigeants sur la probabilité de faire du rachat. Ces tests bivariés font l'objet d'un bref commentaire, mais seront discutés plus en profondeur à la fin de ce chapitre.

-Influence de l'actionnariat dirigeant (Tableau 87)

Selon l'hypothèse fiscale, plus l'actionnariat des dirigeants est important, plus ils devraient préférer les distributions sous forme de rachat.

Cependant, nos analyses bivariées remettent en cause cette relation. La probabilité de faire du rachat net positif ou d'annuler des actions est négativement influencée par l'actionnariat des dirigeants. Ainsi, les dirigeants actionnaires semblent préférer les distributions en dividende.

Tableau 87 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur l'actionnariat des dirigeants

RACHAT NET	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
ACTDIR	**-0,504 (-1,79)***	**-507,85**	**2,91%**	**29,08*** **

RACHAT ANNULE	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
ACTDIR	**-2,053 (-3,38)*** **	**-207,19**	**6,01%**	**21,05*** **

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1). Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

-Influence de la fiscalité du premier actionnaire (Tableau 88 à Tableau 91)

L'analyse des relations entre la probabilité de faire du rachat et les variables d'identité du premier actionnaire s'est faite en recourrant au coefficient Phi. Ce dernier mesure l'intensité et la significativité de la relation entre deux variables binaires.

Nous étudions ces liens année après année et sur l'ensemble des années. En effet, nous avons mis en avant un effet temporel dans les décisions liées au choix de l'instrument de distribution et le coefficient Phi ne permet pas de le contrôler.

Dans un premier temps, nous analysons l'influence du premier actionnaire selon sa fiscalité. Les banques, les entreprises ou les particuliers devraient montrer une préférence fiscale pour le rachat. On s'attend donc à une influence positive de leur présence sur les variables RACHATNET ou RACHANNUL. En revanche, les institutionnels et les Etats, qui n'ont pas de préférence fiscale quant au choix de l'instrument de distribution, ne devraient pas influencer la probabilité de faire du rachat.

Le Tableau 88 et le Tableau 89 montrent que lorsqu'on étudie l'influence de ces acteurs en les regroupant selon leur préférence fiscale, aucune relation significative n'apparaît. Seuls les états et les institutionnels influencent négativement le recours aux annulations d'actions, mais cette relation n'est significative qu'à 10% et sur l'ensemble des années.

Ces premières analyses bivariées remettent en cause l'influence de la fiscalité du premier actionnaire sur le choix entre dividende et rachat.

Tableau 88 – Relations entre RACHATNET et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, classés selon leur préférence fiscale, mesurées par le coefficient Phi

RACHAT NET	1er actionnaire est une banque, une entreprise ou un particulier. Préférence fiscale pour le rachat. (BANKENTFAM)	1er actionnaire est un Etat ou un investisseur institutionnel. Pas de préférence fiscale. (ETATINST)
Toutes années	0,018	-0,025
2000	-0,007	0,034
2001	-0,087	0,100
2002	0,026	-0,046
2003	-0,062	-0,032
2004	0,008	-0,014
2005	0,131	-0,099

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).

Tableau 89 – Relations entre RACHANNUL et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, classés selon leur préférence fiscale, mesurées par le coefficient Phi

RACHAT ANNULE	1er actionnaire est une banque, une entreprise ou un particulier. Préférence fiscale pour le rachat. (BANKENTFAM)	1er actionnaire est un Etat ou un investisseur institutionnel. Pas de préférence fiscale. (ETATINST)
Toutes années	0,040	**-0,071***
2000	0,076	-0,073
2001	0,031	-0,111
2002	0,015	0,012
2003	0,007	-0,056
2004	0,097	-0,142
2005	0,058	-0,090

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).

Pour mieux comprendre les relations entre le premier actionnaire et le choix entre dividende et rachat, nous étudions séparément l'influence de chaque acteur. Le Tableau 90 et le Tableau 91 présentent les relations entre chaque type de premier actionnaire et la probabilité de faire du rachat. Ces résultats montrent que la probabilité de faire du rachat net positif ou d'annuler des actions est influencée par l'identité du premier actionnaire.

Les familles poussent à l'utilisation du dividende plutôt qu'au rachat d'actions pour les distributions de liquidités. Ce résultat est contraire à l'hypothèse fiscale. De même, les Etats poussent au choix du dividende plutôt qu'au rachat net.

En revanche, la présence d'un groupement de salariés en tant que premier actionnaire va avoir un effet positif et très significatif sur la probabilité que l'entreprise annule des actions ou ait une activité de rachat net positif.

Enfin, la présence de banques ou d'institutionnels n'a pas d'effet sur le choix de l'instrument, et l'influence des entreprises est faible.

Tableau 90 – Relations entre RACHATNET et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, mesurées par le coefficient Phi

RACHAT NET	BANK1	FAM1	ETAT1	ENT1	INST1	SALA1
Toutes années	0,055	**-0,082****	**-0,094*****	0,027	0,039	**0,094*****
2000	0,057	**-0,163***	-0,052	0,107	0,080	0,083
2001	-0,001	-0,105	0,082	0,054	0,062	-0,001
2002	0,078	- 0,089	-0,116	0,043	0,040	0,060
2003	0,122	**-0,185****	-0,074	-0,002	0,017	0,136
2004	0,047	-0,026	**-0,233*****	-0,101	**0,176****	**0,181****
2005	-0,001	0,044	-0,107	0,023	-0,043	0,112

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).

Tableau 91 – Relations entre RACHANNUL et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, mesurées par le coefficient Phi

RACHAT ANNULE	BANK1	FAM1	ETAT1	ENT1	INST1	SALA1
Toutes années	-0,040	**-0,097*****	-0,043	**0,068***	-0,053	**0,227*****
2000	-0,083	0,048	-0,045	-0,017	-0,054	**0,192****
2001	0,050	-0,139	-0,069	0,044	-0,083	**0,221****
2002	-0,129	-0,119	0,015	0,119	0,002	**0,261*****
2003	-0,111	-0,039	0,036	0,049	-0,101	**0,154***
2004	0,005	**-0,217****	-0,094	0,118	-0,100	**0,430*****
2005	0,010	-0,064	-0,101	0,085	-0,035	0,094

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).

Conclusion des analyses bivariées

Ces différentes analyses n'apportent aucun soutien aux hypothèses H10-A, H10-B et H10-C. Seuls les groupements de salariés influencent le choix de l'instrument de distribution dans un sens cohérent avec leur fiscalité.

Cependant, si l'hypothèse fiscale est mise à mal, ces tests montrent tout de même l'influence du premier actionnaire ou des dirigeants sur le choix de l'instrument de distribution.

2.2. ANALYSES MULTIVARIEES

Nous testons à présent les hypothèses H10 à travers des régressions multiples intégrant toutes les variables d'identité et d'actionnariat dirigeant. Ces résultats font l'objet d'un bref commentaire et seront discutés plus amplement dans la synthèse proposée en fin de chapitre.
Les régressions multivariées avec erreurs composées sont présentées dans le Tableau 92.

-Actionnariat dirigeant

Les résultats confirment l'effet négatif de l'actionnariat dirigeant sur la probabilité de faire du rachat. Plus les dirigeants sont actionnaires, plus ils privilégient le dividende comme mode de distribution. Cet effet est contraire à celui prédit par l'hypothèse fiscale.

- Premier actionnaire

Les résultats confirment l'influence de l'identité de l'actionnaire principal sur la probabilité de faire du rachat, et principalement sur la probabilité d'annuler des actions.
L'influence positive de BANKENTFAM sur RACHANNUL tend à confirmer l'effet de la fiscalité sur les choix de distribution : les actionnaires fortement imposés sur le dividende privilégient les rachats. Cependant, l'observation fine des résultats remet en cause cette conclusion.
Tout d'abord, on remarque que l'effet positif de BANKENTFAM sur RACHANNUL s'explique uniquement par l'influence positive, très forte, des groupements de salariés. Les familles, quant à elles, poussent davantage au dividende, et les banques et les entreprises sont neutres vis à vis du mode de distribution.
De plus, les institutionnels et les états, malgré leur fiscalité, ne sont pas neutres vis-à-vis du choix entre dividende et rachat. La variable ETATINST influence négativement la probabilité d'annuler des actions.

⇒ Ces résultats confirment ceux des analyses bivariées et remettent en question l'hypothèse fiscale. Dans l'ensemble, l'influence des actionnaires sur la probabilité de faire du rachat n'est pas conforme à leur fiscalité. Les dirigeants, les familles, les institutionnels et les états diminuent la probabilité d'un rachat. Seuls les groupements de salariés l'augmentent conformément à leur fiscalité.
L'identité de l'actionnaire joue un rôle important dans les décisions d'annulation. En revanche, son effet sur les décisions de rachat net est limité, puisque seuls les actionnaires qui sont des Etats l'influencent.
Avant de discuter plus en avant ces résultats, regardons l'effet des variables de contrôles sur ces relations.

2.3. INFLUENCE DES VARIABLES DE CONTROLE

Nous avons sélectionné deux variables explicatives supplémentaires permettant de contrôler les influences autres que celles de nos variables explicatives :

- La première variable de contrôle est *la taille de l'entreprise*, que nous mesurons par le log de la capitalisation boursière de l'entreprise (LOGCAPI). La littérature apporte des résultats contradictoires quant à l'influence de la taille sur le choix de l'instrument de distribution (Lie (2005a), Moser (à paraître), Hsieh et Wang (à paraître)). Il est donc difficile de faire des hypothèses sur le sens de cette relation.

Il est probable que la taille de l'entreprise soit corrélée avec la plupart de nos variables explicatives, nous vérifierons donc l'absence de colinéarité dans les régressions comportant cette variable.

- La seconde variable de contrôle est *le secteur de l'entreprise*. Nous introduisons une série de variables binaires pour contrôler l'industrie à laquelle appartient l'entreprise. Nous utilisons pour cela les 10 industries de la classification ICB[177], mais nous avons pris soin de n'introduire que 9 industries afin d'éviter les problèmes de colinéarité.

Le Tableau 93 présente les résultats des régressions incluant les variables d'identité du premier actionnaire, l'actionnariat dirigeant et les variables de contrôle. Nous commentons brièvement ces résultats ci-dessous.

- Taille de l'entreprise et Secteur d'activité

La taille de l'entreprise a une forte influence positive sur les décisions d'annulation, et dans une moindre mesure sur les décisions de rachat net. Plus une entreprise est grande, plus la probabilité d'annuler des actions est forte.

Ce résultat peut s'expliquer de plusieurs façons. Comme l'a souligné notre étude qualitative, les petites entreprises craignent davantage les conséquences négatives des annulations d'actions sur la liquidité. De plus, sachant que l'autorisation des programmes de rachat en France est assez récente, il est possible que les grandes entreprises aient été moins frileuses d'utiliser ce nouveau mode de distribution. En effet, on peut penser qu'elles sont mieux informées des nouvelles techniques et qu'elles ont des équipes financières plus importantes pouvant gérer la mise en place d'un nouvel outil.

L'introduction de la variable LOGCAPI améliore fortement le pouvoir explicatif des régressions, et diminue le pouvoir explicatif de nos variables explicatives.

[177] Industry Classification Benchmark. Classification utilisée par Euronext.

En revanche, le secteur de l'entreprise n'a aucune influence sur les choix de distribution. Contrairement aux montants de distribution, le choix de l'instrument ne semble pas sujet au mimétisme ou à des contraintes sectorielles.

- Actionnariat dirigeant

L'introduction des variables de contrôle rend non significatives l'influence de l'actionnariat dirigeant sur la probabilité de faire du rachat.

- Premier actionnaire

L'introduction des variables de contrôle affaiblit le pouvoir explicatif des variables identité. Seuls l'effet négatif des Etats et l'effet positif des salariés sur les décisions de rachat sont toujours significatifs. Les premiers actionnaires banque, famille, entreprise ou institutionnel ont une influence négligeable sur le choix de l'instrument de distribution, à partir du moment où la taille de l'entreprise est contrôlée.

Conclusion des analyses multivariées

Les hypothèses H10 sur l'influence de la fiscalité des actionnaires importants sur le choix de l'instrument de distribution sont rejetées.

Cependant, les analyses menées ont mis en avant l'influence de certains actionnaires sur la probabilité de faire du rachat. Ainsi, les Etats freinent l'utilisation du rachat comme mode de distribution, alors qu'au contraire les groupements de salariés favorisent les décisions d'annulation d'actions.

Tableau 92 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables d'identité et d'actionnariat dirigeant

	Relation attendue	RACHAT NET				RACHAT ANNULE				
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
BANK1	+	*-0.156* *(-0.64)*				*-0.518* *(-1.28)*		*-0.616* *(-1.47)*		
FAM1	+	*-0.252* *(-1.48)*				**-0.634**** **(-2.26)**	*-0.161* *(-0.41)*			
ETAT1	NS	**-0.825**** **(-2.26)**	**-0.836**** **(-2.32)**			*-1.079* *(-1.57)*	*-0.615* *(-0.82)*	**-1.182*** **(-1.77)**		
ENT1	+		*-0.0876* *(-0.44)*				*0.143* *(0.33)*	*-0.376* *(-1.08)*		
INST1	NS	*-0.117* *(-0.50)*	*0.136* *(0.61)*			**-0.789*** **(-1.83)**	*-0.368* *(-0.72)*	**-0.809*** **(-1.82)**		
SALA1	+		*0.442* *(1.23)*				**1.725***** **(2.99)**	**1.044**** **(2.11)**		
ACTDIR	+		**-0.579*** **(-1.80)**	*-0.466* *(-1.50)*	**-0.546*** **(-1.88)**			**-2.450***** **(-3.54)**	**-2.441***** **(-3.65)**	**-2.273***** **(-3.77)**
ETATINST	NS				*-0.104* *(-0.55)*					**-0.812**** **(-2.26)**
BANKENTFAM	+			*-0.0472* *(-0.29)*					**0.473*** **(1.66)**	
CONSTANTE		-0.371** (-2.12)	-0.360** (-2.06)	-0.371** (-2.28)	-0.363** (-2.38)	-1.060*** (-3.79)	-1.563*** (-3.94)	-0.832*** (-2.67)	-1.450*** (-4.97)	-0.968*** (-4.11)
EFFETS INDIVIDUELS		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
EFFETS TEMPORELS		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

LOG LIKELIHOOD	-504,52	-503,43	-507,81	-507,70	-210,25	-205,15	-198,29	-205,71	-204,42
PSEUDO R²	3,55%	3,76%	2,92%	2,94%	4,63%	6,98%	10,05%	6,68%	7,27%
WALD CHI2	34,81***	36,91***	29,17***	29,37***	18,38**	25,06***	34,29***	22,65***	25,71***
INDICE DE CONDITIONNEMENT	5,92	5,99	6,15	5,38	5,85	7,16	6,74	6,14	5,31
NOMBRE D'OBSERVATIONS	789				743				
NOMBRE D'ENTREPRISES	164				150				

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

Tableau 93 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables d'identité et d'actionnariat dirigeant – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE

	Relation attendue	**RACHAT NET**				**RACHAT ANNULE**				
		(1)'	**(2)'**	**(3)'**	**(4)'**	**(5)'**	**(6)'**	**(7)'**	**(8)'**	**(9)'**
BANK1	+	*0.145* *(0.61)*				*-0.384* *(-0.93)*		*-0.343* *(-0.78)*		
FAM1	+	*-0.121* *(-0.70)*				*-0.218* *(-0.84)*	*0.0228* *(0.055)*			
ETAT1	NS	**-0.939***** **(-2.66)**	**-0.925***** **(-2.63)**			**-1.564**** **(-2.56)**	**-1.317*** **(-1.86)**	**-1.518**** **(-2.40)**		
ENT1	+		*-0.0620* *(-0.32)*				*-0.0211* *(-0.049)*	*-0.260* *(-0.80)*		
INST1	NS	*0.214* *(0.93)*	*0.213* *(0.96)*			*-0.514* *(-1.26)*	*-0.283* *(-0.57)*	*-0.530* *(-1.23)*		
SALA1	+		*0.359* *(1.02)*				**1.070**** **(2.09)**	**0.822*** **(1.87)**		

	Relation attendue	RACHAT NET				RACHAT ANNULE				
		(1)'	(2)'	(3)'	(4)'	(5)'	(6)'	(7)'	(8)'	(9)'
ACTDIR	+		*-0.273*	*-0.214*	*-0.340*			*-0.908*	*-0.774*	*-0.842*
			(-0.79)	*(-0.61)*	*(-1.05)*			*(-1.32)*	*(-1.15)*	*(-1.41)*
BANKENTFAM	+			*-0.0872*					*0.242*	
				(-0.54)					*(0.91)*	
ETATINST					*-0.0880*					**-0.850****
					(-0.47)					**(-2.50)**
LOGCAPI	?	**0.0940****	**0.0818***	*0.0599*	*0.0541*	**0.433*****	**0.425*****	**0.382*****	**0.392*****	**0.383*****
		(2.38)	**(1.90)**	*(1.37)*	*(1.26)*	**(5.64)**	**(5.47)**	**(4.69)**	**(4.66)**	**(4.88)**
VARIABLES BINAIRES INDUSTRIE		*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*
CONSTANTE		-1.734***	-1.550**	-1.205*	-1.134*	-7.481***	-7.628***	-6.668***	-7.229***	-6.707***
		(-2.84)	(-2.30)	(-1.83)	(-1.70)	(-6.00)	(-5.90)	(-5.03)	(-5.31)	(-5.30)
EFFETS INDIVIDUELS		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
EFFETS TEMPORELS		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
LOG LIKELIHOOD		-501,25	-500,93	-506,12	-506.15	-188,87	-185,79	-184,81	-192,69	-189,92
PSEUDO R^2		4,17%	4,24%	3,24%	3,24%	14,33%	15,72%	16,17%	12,59%	13,92%
WALD CHI2		41,40***	42,22***	32,48***	32.40***	45,89***	46,50***	47,36***	38,23***	44,28***
INDICE DE CONDITIONNEMENT		23,87	26,54	26,66	24,69	23,68	24,11	27,60	27,04	24,83
NOMBRE D'OBSERVATIONS		789				743				
NOMBRE D'ENTREPRISES		164				150				

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

3. ETUDE DE LA RELATION ENTRE LE CHOIX DE FAIRE DU RACHAT ET LA PERMANENCE DES REVENUS

Le paragraphe 3 analyse les liens entre le choix de faire du rachat et la permanence des revenus de l'entreprise. En particulier, l'hypothèse suivante est testée :

Hypothèse testée : H11

Lorsque les revenus de l'entreprise sont temporaires, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.

Plusieurs analyses sont proposées pour le test de cette hypothèse :

– des analyses bivariées commentées au point (3.1);

– des régressions multivariées intégrant l'ensemble des variables de permanence des revenus, ainsi que des variables de contrôle (3.2. et 3.3.).

Page 449, un tableau synthétise ces résultats qui seront discutés à la fin de ce chapitre.

3.1. ANALYSES BIVARIEES

Pour apprécier l'influence de la permanence des revenus sur la probabilité de faire du rachat, nous avons identifié deux ensembles de variables explicatives. Tout d'abord, nous étudions l'influence de la volatilité des revenus, puis nous nous intéressons aux ressources utilisées pour la distribution (revenu opérationnel ou stock de liquidités). Selon l'hypothèse H11, la volatilité des revenus et l'importance des stocks de liquidités devraient avoir une influence positive sur la probabilité de faire du rachat, et les revenus opérationnels un effet négatif.

- Influence de la volatilité des revenus[178]

Les analyses bivariées (Tableau 94) montrent l'influence positive de la volatilité des revenus sur la probabilité de faire du rachat. Cette relation est plus significative lorsque la variable à expliquer est la probabilité d'annuler des actions.

Pour RACHATNET, seule la volatilité du chiffre d'affaires est significative, alors que pour RACHANNUL, la volatilité des résultats, des revenus opérationnels ou du chiffre d'affaires influence le recours aux annulations d'actions comme mode de distribution.

[178] La faiblesse des coefficients des variables de volatilité s'explique par l'échelle de mesure utilisée. Alors que la majorité des variables de notre modèle sont des ratios et sont comprises en moyenne entre 0 et 1, les mesures de la volatilité sont elles comprises entre 0 et 10 000 000.

Tableau 94 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur la volatilité des différents revenus

RACHAT NET	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
VOLREV	0,00000006 (0,46)	-509,35	2,63%	26,46***
VOLCA	**0,00000004 (1,73)***	**-507,88**	**2,91%**	**28,98*****
VOLRT	0,00000005 (0,63)	-509,26	2,64%	26,63***
RACHAT ANNULE	**Coef. (z)**	**Log Likelihood**	**Pseudo R^2**	**Wald Chi2**
VOLREV	**0,0000005 (3,01)*****	**-209,70**	**4,88%**	**19,29*****
VOLCA	**0,00000008 (2,92)*****	**-209,96**	**4,76%**	**18,79*****
VOLRT	**0,0000002 (2,70)*****	**-210,20**	**4,65%**	**17,61*****

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1). Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

- Influence de l'origine des ressources

Les analyses bivariées présentées dans le Tableau 95 et le Tableau 96 montrent que l'influence des stocks de liquidités et des revenus opérationnels sur la probabilité de faire du rachat est faible. Seuls les revenus opérationnels influencent négativement et significativement à 10% la probabilité de faire du rachat net.

Ces résultats apportent un soutien très mitigé à l'hypothèse H11.

Tableau 95 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur le niveau des stocks de liquidités

RACHAT NET	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
CASHST	0,915 (1,62)	-508,11	2,86%	28,42***
RACHAT ANNULE	**Coef. (z)**	**Log Likelihood**	**Pseudo R^2**	**Wald Chi2**
CASHST	-1,532 (-1,27)	-213,01	3,37%	12,72**

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1). Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

Tableau 96 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur le niveau du revenu opérationnel moyen

RACHAT NET	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
CASHFL2	**-1,672 (-1,66)***	**-508,08**	**2,87%**	**28,76*****
RACHAT ANNULE	**Coef. (z)**	**Log Likelihood**	**Pseudo R^2**	**Wald Chi2**
CASHFL2	-1,352 (-0,61)	-213,69	3,06%	11,67*

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1). Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

Conclusion des analyses bivariées

Les résultats des analyses bivariées soutiennent l'hypothèse H11 :

La volatilité des revenus influence positivement l'utilisation du rachat pour les distributions de liquidités, alors que l'importance des revenus opérationnels pousse les dirigeants à utiliser le dividende, plutôt que le rachat. En revanche, les stocks de liquidités n'ont pas d'effet significatif sur le choix de l'instrument de distribution.

3.2. ANALYSES MULTIVARIEES

Nous testons à présent l'hypothèse H11 à travers des régressions multiples intégrant les différentes variables de permanence des revenus. Ces résultats font l'objet d'un bref commentaire et seront discutés plus amplement dans la synthèse proposée en fin de chapitre.
Les régressions multivariées avec erreurs composées sont présentées dans le Tableau 97. Les résultats confirment l'influence de la volatilité mise en avant dans les analyses bivariées, et font ressortir l'influence des stocks et des flux de liquidités.

Les variables de permanence des revenus qui sont explicatives du choix de l'instrument de distribution, varient selon le type de rachat auquel on s'intéresse :
- la probabilité d'annuler des actions (RACHANNUL) est influencée positivement et significativement par la volatilité des différents revenus, mais les niveaux des stocks et des flux de liquidités n'ont aucun effet significatif ;
- la probabilité de faire du rachat net (RACHATNET) est influencée positivement, au seuil de significativité de 10%, par la volatilité du chiffre d'affaires, mais pas par la volatilité des autres revenus. En revanche, conformément à notre hypothèse H11, le niveau des revenus opérationnels influence négativement la probabilité de faire du rachat alors que les stocks de liquidités ont un effet positif.

⇒ Les tests multivariés confortent l'hypothèse H11 en montrant l'influence négative de la permanence des revenus sur la probabilité de faire du rachat. Cependant, les variables explicatives diffèrent selon que l'on s'intéresse aux rachats nets ou aux annulations d'actions.

Avant de discuter davantage ces résultats, nous nous intéressons à l'effet des variables de contrôle sur ces relations.

3.3. INFLUENCE DES VARIABLES DE CONTROLE

Nous utilisons les mêmes variables de contrôle que celles présentées au point (2.3.) :

- La première variable est *la taille de l'entreprise*, que nous mesurons par le log de la capitalisation boursière de l'entreprise (LOGCAPI). Il est probable que la taille de l'entreprise soit corrélée avec la plupart de nos variables explicatives, nous vérifierons donc l'absence de colinéarité dans les régressions comportant cette variable.
- La seconde variable est *le secteur de l'entreprise*, que nous mesurons par une série de variables binaires correspondant aux différentes industries du classement ICB.

Le Tableau 98 présente les résultats des régressions incluant les variables de permanence des revenus, ainsi que les variables de contrôle.

De nouveau, ces analyses montrent l'influence positive de la taille sur les décisions de rachat, et la neutralité des variables d'industrie. L'introduction de la variable LOGCAPI améliore fortement le pouvoir explicatif des régressions, mais diminue la significativité de nos variables explicatives.

Ainsi, les variables de volatilité des revenus n'ont plus d'influence significative à partir du moment où la taille de l'entreprise est contrôlée. Ce résultat est valable pour les deux variables à expliquer et nous en discuterons dans la Section 3.

En revanche, l'influence des flux et stocks de liquidités sur la probabilité de faire du rachat net est confirmée, ainsi que la neutralité de ces variables sur la probabilité d'annuler des actions.

Conclusion des analyses multivariées

L'hypothèse H11 concernant l'influence de la permanence des revenus sur le choix de l'instrument de distribution est partiellement validée.

La probabilité de faire du rachat net augmente avec le niveau des stocks de liquidités et diminue avec les revenus opérationnels.

La volatilité des revenus influence aussi positivement la probabilité de faire du rachat, mais cette influence disparaît lorsque la taille de l'entreprise est contrôlée.

Tableau 97 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables de permanence des revenus

	Relation attendue	RACHAT NET			RACHAT ANNULE		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VOLREV	+	*0.0000000930* *(0.65)*			**0.000000499***** **(2.84)**		
VOLCA	+		**0.0000000434*** **(1.83)**			**0.0000000726***** **(2.77)**	
VOLRT	+			*0.0000000529* *(0.74)*			**0.000000227***** **(2.58)**
CASHST	+	**1.200**** **(2.05)**	**1.256**** **(2.19)**	**1.187**** **(2.03)**	*-0.982* *(-0.84)*	*-1.099* *(-0.95)*	*-1.151* *(-0.95)*
CASHFL2	-	**-2.147**** **(-2.01)**	**-1.983*** **(-1.89)**	**-2.150**** **(-2.01)**	*-0.0423* *(-0.019)*	*0.386* *(0.18)*	*-0.117* *(-0.052)*
CONSTANTE		-0.539*** (-3.29)	-0.570*** (-3.55)	-0.535*** (-3.30)	-1.547*** (-5.52)	-1.480*** (-5.47)	-1.538*** (-5.33)
Effets individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets temporels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Log likelihood		-505,81	-504,25	-505,75	-209,28166	-209,48	-209,64
Pseudo R^2		3,30%	3,60%	3,31%	5,06%	4,98%	4,90%
Wald chi2		32,42***	35,29***	32,50***	19,83**	19,50**	18,38**
Indice de conditionnement		6,00	5,98	5,93	6,00	5,98	5,93
Nbre obs / Nbre ent		789 / 164			743 / 150		

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0). Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

Tableau 98 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables de permanence des revenus – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE

	Relation attendue	RACHAT NET			RACHAT ANNULE		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VOLREV	+	*-0.000000094 (-0.60)*			*5.63e-09 (0.031)*		
VOLCA	+		*0.0000000260 (1.01)*			*8.32e-09 (0.31)*	
VOLRT	+			*6.83e-09 (0.094)*			*0.0000000453 (0.59)*
CASHST	+	**1.358** (2.33)**	**1.373** (2.39)**	**1.367** (2.36)**	*-0.820 (-0.68)*	*-0.795 (-0.67)*	*-0.774 (-0.65)*
CASHFL2	-	**-2.303** (-2.21)**	**-2.151** (-2.08)**	**-2.269** (-2.18)**	*0.624 (0.29)*	*0.681 (0.32)*	*0.671 (0.31)*
LOGCAPI	?	**0.112** (2.55)**	**0.0782* (1.83)**	**0.0980** (2.44)**	**0.424*** (4.93)**	**0.414*** (4.95)**	**0.413*** (5.22)**
VARIABLES INDUSTRIE		*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*	*NS*
CONSTANTE		-2.040*** (-3.20)	-1.609** (-2.56)	-1.867*** (-3.12)	-7.633*** (-5.70)	-7.491*** (-5.71)	-7.495*** (-6.00)
Effets individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets temporels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Log likelihood		-501,32	-500,97	-501,50	-193,27	-193,22	-193,10
Pseudo R^2		4,16%	4,23%	4,13%	12,33%	12,35%	12,41%
Wald chi2		40,49***	41,46***	40,34***	38,97***	39,26***	39,17***
Indice de conditionnement		25,99	26,07	24,01	25,43	25,65	23,65
Nbre obs / Nbre ent		789 / 164			743 / 150		

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0). Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

4. ETUDE DE LA RELATION ENTRE LE CHOIX DE FAIRE DU RACHAT ET LES STOCK-OPTIONS DES DIRIGEANTS

Le paragraphe 4 analyse les liens entre le choix de faire du rachat et les stock-options des dirigeants. En particulier, l'hypothèse suivante est testée :

Hypothèse testée : H12

Il existe une relation positive entre le montant des stock-options des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.

Pour le test de cette hypothèse, nous effectuons des régressions bivariées commentées au point (4.1), puis nous étudions l'effet de l'intégration de variables de contrôle (4.2.).

Page 449, un tableau synthétise ces résultats qui seront discutés à la fin de ce chapitre.

4.1. ANALYSES BIVARIEES

Les analyses bivariées étudiant les liens entre la probabilité de faire du rachat et les stock-options distribuées aux dirigeants dans l'année (STOCKOPT1) ou détenues par ces derniers (STOCKOPT2) sont présentés dans le Tableau 99.

Les résultats confirment l'hypothèse H12. Une entreprise a une plus forte probabilité de faire du rachat si ses dirigeants détiennent des stock-options ou en ont reçues dans l'année.

Concernant le rachat net, seules les stock-options distribuées dans l'année ont une influence significative.

Tableau 99 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur le niveau des stock-options des dirigeants

RACHAT NET	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
STOCKOPT1	**42,175 (2,35)****	**-506,59**	**3,15%**	**30,99*****
STOCKOPT2	4,998 (0,93)	-509,03	2,69%	27,02***

RACHAT ANNULE	Coef. (z)	Log Likelihood	Pseudo R^2	Wald Chi2
STOCKOPT1	**48,906 (1,94)***	**-212,11**	**3,78%**	**14,82****
STOCKOPT2	**20,445 (2,21)****	**-211,38**	**4,11%**	**15,54****

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1). Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

Conclusion des analyses bivariées

Les résultats des analyses bivariées apportent un soutien à l'hypothèse H12 : les dirigeants poussent davantage au rachat d'actions lorsque leur rémunération comprend des stock-options.

4.2. INFLUENCE DES VARIABLES DE CONTROLE

Nous utilisons les mêmes variables de contrôle que celles présentées au point (2.3.) :

- La première variable est *la taille de l'entreprise*, que nous mesurons par le log de la capitalisation boursière de l'entreprise (LOGCAPI).
- La seconde variable est *le secteur de l'entreprise*, que nous mesurons par une série de variables binaires correspondant aux différentes industries du classement ICB.

Le Tableau 100 présente les résultats des régressions incluant les variables de stock-options et les variables de contrôle.

L'introduction de variables de contrôle ne modifie pas les résultats des tests bivariés. Ces analyses complémentaires confirment l'influence positive du niveau des stock-options des dirigeants sur la probabilité de faire du rachat.

De plus, ces analyses valident de nouveau la forte influence positive de la taille sur les décisions de rachat, ainsi que la neutralité des variables d'industrie. L'introduction de la variable LOGCAPI améliore fortement le pouvoir explicatif des régressions, et particulièrement celles cherchant à expliquer RACHANNUL. Ainsi, dans ces dernières régressions, le *« pseudo R^2 »* passe d'environ 4% à environ 14% lorsque LOGCAPI est insérée.

Conclusion des analyses multivariées

L'hypothèse H12 concernant l'influence positive des stock-options des dirigeants sur le choix de l'instrument de distribution est validée.

Tableau 100 – Régressions Probit avec erreurs composées de RACHATNET et RACHANNUL sur les stock-options des dirigeants – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE

	Relation attendue	RACHAT NET		RACHAT ANNULE	
		(1)	(2)	(3)	(4)
STOCKOPT1	+	**42.74** **(2.40)**		**62.69**** **(2.56)**	
STOCKOPT2	+		*5.557* *(1.06)*		**24.39***** **(2.86)**
LOGCAPI	?	**0.0783**** **(2.06)**	**0.0781**** **(2.08)**	**0.443***** **(5.80)**	**0.460***** **(5.72)**
VARIABLES BINAIRES INDUSTRIE		*NS*	*NS*	*NS*	*NS*
CONSTANTE		-1.625*** (-2.90)	-1.613*** (-2.90)	-8.061*** (-6.64)	-8.499*** (-6.50)
EFFETS INDIVIDUELS		Oui	Oui	Oui	Oui
EFFETS TEMPORELS		Oui	Oui	Oui	Oui
LOG LIKELIHOOD		-503,74	-506,17	-190,48	-189,25
PSEUDO R^2		3,70%	3,23%	13,59%	14,15%
WALD CHI2		36,22***	32,54***	42,72***	40,80***
INDICE DE CONDITIONNEMENT		19,51	20,15	19,39	19,98
NOMBRE D'OBSERVATIONS		789		743	
NOMBRE D'ENTREPRISES		164		150	

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1). Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

5. SYNTHESE GENERALE ET TEST DU MODELE COMPLET

Ce paragraphe a pour objectif de synthétiser nos premiers résultats (5.1.) et de tester le pouvoir explicatif de notre modèle complet (5.2.).

5.1. SYNTHESE GENERALE

Le Tableau 101 présente une synthèse des résultats obtenus, classés par catégorie de variable.

Tableau 101 – Synthèse des résultats des analyses par catégorie de variables

VARIABLES	RELATION ATTENDUE	Variable expliquée : Probabilité de faire du rachat net positif			Variable expliquée : Probabilité d'annuler des actions		
		ANALYSES BIVARIEES	ANALYSES MULTIVARIEES		ANALYSES BIVARIEES	ANALYSES MULTIVARIEES	
			Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle		Sans variable de contrôle	Avec variables de contrôle
FISCALITE :							
- Actionnaires - dirigeants	**+**	-	-	NS	-	-	NS
- 1er actionnaire :							
Banque	**+**	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Famille	**+**	-	NS	NS	-	-	NS
Entreprise	**+**	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Etat	**NS**	-	-	-	NS	NS	-
Institutionnel	**NS**	NS	NS	NS	NS	-	NS
Salariés	**+**	+	NS	NS	+	+	+
Banque / Famille / Entreprise / Sala	**+**	NS	NS	NS	NS	+	NS
Etat / Institutionnel	**NS**	NS	NS	NS	NS	-	-
PERMANENCE DES REVENUS :							
- Volatilité	**+**	+	+	NS	+	+	NS
- Revenus opérationnels	**-**	-	-	-	NS	NS	NS
- Stock de liquidités	**+**	NS	+	+	NS	NS	NS
STOCK – OPTIONS	**+**	+		+	+		+
VARIABLES CONTROLE :							
- Taille	**?**			+			+
- Industrie	**?**			NS			NS

NS : infuence non significative

5.2. TEST DU MODELE COMPLET

A l'issue de la revue de littérature présentée en première partie de cette thèse, nous avons formulé des hypothèses quant à l'influence de la fiscalité du premier actionnaire, de la détention des dirigeants, de la permanence des revenus et des stock-options des dirigeants sur le choix de l'instrument de distribution et la probabilité que l'entreprise fasse du rachat d'actions. Ces hypothèses ont été étudiées séparément tout au long de ce chapitre et nous nous intéressons à présent au pouvoir explicatif de notre modèle complet.
Nous décrivons sommairement les résultats obtenus, mais nous les discutons dans la section suivante.

Résultats des régressions

Nous avons sélectionné toutes les variables dont l'influence significative a été mise en avant et nous avons estimé leur effet sur la probabilité de faire du rachat dans un but de distribution. Pour cela, nous avons de nouveau utilisé des régressions Probit avec erreurs composées.
Le Tableau 102 présente les résultats des analyses lorsque la variable à expliquer est RACHATNET. Les colonnes (1) et (3) exposent les régressions sans variable de contrôle, alors que les colonnes (2) et (4) intègrent LOGCAPI. Nous avons pris soin de séparer les variables colinéaires.
Le Tableau 103 présente les résultats des analyses lorsque la variable à expliquer est RACHANNUL. Les colonnes (1), (3) et (5) exposent les régressions sans variable de contrôle, alors que les colonnes (2), (4) et (6) intègrent LOGCAPI. De nouveau, nous avons pris soin de séparer les variables colinéaires.
Les résultats obtenus confirment la majorité des relations mises en avant précédemment.

Fiscalité des actionnaires dirigeants et du premier actionnaire.

L'actionnariat des dirigeants a une influence négative sur la probabilité d'annuler des actions. Cependant, cet effet disparaît lorsque la taille de l'entreprise est contrôlée.

L'identité du premier actionnaire influence aussi la probabilité que l'entreprise fasse du rachat. Cependant, cette relation ne semble pas expliquée par sa fiscalité.
Ainsi, l'Etat, malgré sa non imposition fiscale, influence négativement le recours au rachat et semble préférer les distributions de dividende. Cela peut s'expliquer par un besoin constant de liquidités de la part de l'Etat, qui préfère alors le versement de dividendes réguliers.

De même, l'influence négative des familles sur la probabilité de faire du rachat confirme de nouveau la neutralité de la fiscalité, puisque ces dernières devraient avoir une préférence fiscale marquée pour le rachat et non pour le dividende. Cependant, cette relation disparaît dès que la taille de l'entreprise est contrôlée.

Enfin, les groupements de salariés ont une influence positive sur la probabilité que l'entreprise annule des actions. Cette relation peut être justifiée par des préférences fiscales. Cependant, vu les résultats précédents, nous pensons que l'influence des premiers actionnaires peut aussi être expliquée par d'autres mécanismes. Par exemple, l'influence des salariés peut résulter d'une volonté de concentrer leur pouvoir actionnarial.

Permanence des revenus

La volatilité des revenus influence positivement la probabilité de faire du rachat. Cependant, cet effet disparaît lorsque la taille de l'entreprise est contrôlée.

Le niveau des revenus opérationnels et des stocks de liquidités influence la probabilité de faire du rachat net. Ainsi, plus une entreprise a des revenus opérationnels importants et plus elle va privilégier les distributions sous forme de dividende. Au contraire, plus ses stocks de liquidités sont importants, et plus il y a de chance que la distribution prenne la forme d'un rachat net positif.

Ces résultats confirment le fait que les entreprises préfèrent utiliser le dividende pour distribuer des revenus stables, et au contraire choisissent le rachat pour des distributions ponctuelles.

Stock-options des dirigeants

Les stock-options **distribuées** aux dirigeants dans l'année influencent le choix du mode de distribution. Plus ils reçoivent d'options, et plus ils favoriseront le rachat plutôt que le dividende.

Les stock-options **détenues** par les dirigeants n'influencent pas la probabilité que l'entreprise fasse du rachat net positif. Cependant, elles ont une influence plus forte que les stock-options **distribuées** sur la probabilité que l'entreprise annule des actions.

Pouvoir explicatif global du modèle de recherche

Nos hypothèses expliquent une faible part de nos variables à expliquer. Le *« pseudo R^2 »* nous permet de savoir que notre modèle explique au minimum 5% des décisions de rachat mesuré par le montant des rachats nets positifs, et au minimum entre 10% et 17% des décisions d'annulation d'actions. Notre modèle a donc un meilleur pouvoir explicatif des décisions d'annulation que des décisions de rachats nets.

Ce faible pouvoir explicatif montre qu'il existe beaucoup d'autres influences à identifier et à analyser pour mieux comprendre le choix de l'utilisation du dividende ou du rachat pour les politiques de distribution.

Nous discuterons de ces différents résultats et de leurs implications dans la section suivante, après avoir mis en avant la fiabilité de nos résultats.

Tableau 102 – Régressions de RACHATNET sur les meilleures variables explicatives du second modèle

RACHATNET	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)
ACTDIR	+	*-0.446* *(-1.55)*	*-0.220* *(-0.70)*		
FAM1	+			**-0.261*** **(-1.82)**	*-0.205* *(-1.41)*
ETAT1	NS	**-0.826**** **(-2.40)**	**-0.925***** **(-2.68)**	**-0.856**** **(-2.49)**	**-0.977***** **(-2.82)**
VOLCA	+	**0.0000000427*** **(1.76)**	*0.0000000235* *(0.92)*	**0.0000000454*** **(1.88)**	*0.0000000229* *(0.90)*
CASHST	+	**1.209**** **(2.09)**	**1.314**** **(2.28)**	**1.184**** **(2.07)**	**1.318**** **(2.29)**
CASHFL2	-	**-1.770*** **(-1.67)**	**-2.056*** **(-1.94)**	**-1.819*** **(-1.72)**	**-2.025*** **(-1.94)**
STOCKOPT1	+	**33.98*** **(1.91)**	**34.46*** **(1.94)**	**35.73**** **(2.02)**	**34.95**** **(1.98)**
LOGCAPI	?		**0.0808*** **(1.67)**		**0.0822*** **(1.85)**
CONSTANTE		-0.485*** (-2.82)	-1.664** (-2.29)	-0.453*** (-2.59)	-1.634** (-2.46)
EFFETS INDIVIDUELS		Oui	Oui	Oui	Oui
EFFETS TEMPORELS		Oui	Oui	Oui	Oui
LOG LIKELIHOOD		-498,02	-496,64	-497,57	-495,88
PSEUDO R^2		4,79%	5,06%	4,88%	5,20%
WALD CHI2		45,48***	48,24***	46,37***	49,59***
INDICE DE CONDITIONNEMENT		6,96	32,50	7,10	30,00
NOMBRE D'OBSERVATIONS		789			
NOMBRE D'ENTREPRISES		164			

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

Tableau 103 – Régressions de RACHANNUL sur les meilleures variables explicatives du second modèle

RACHAT ANNULE	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ACTDIR	+	**-1.514*** (-2.68)**	*-0.221 (-0.36)*				
FAM1	+			*-0.142 (-0.56)*	*0.140 (0.52)*		
ETAT1	NS	*-0.772 (-1.27)*	**-1.119* (-1.83)**	*-0.562 (-0.90)*	**-1.047* (-1.68)**		
INST1	NS	*-0.601 (-1.49)*	*-0.364 (-0.89)*	*-0.499 (-1.18)*	*-0.268 (-0.63)*		
SALA1	+	**1.279*** (3.01)**	**1.037** (2.50)**	**1.471*** (3.27)**	**1.125*** (2.59)**		
ETATINST	NS					*-0.581 (-1.63)*	**-0.703** (-2.05)**
VOLCA	+	**0.0000000709*** (2.87)**	*0.0000000153 (0.59)*	**0.0000000815*** (3.26)**	*0.0000000151 (0.58)*	**0.0000000842*** (3.28)**	*0.0000000125 (0.48)*
STOCKOPT2	+	**14.87* (1.88)**	**21.49** (2.58)**	**18.05** (2.29)**	**22.15*** (2.67)**	**19.60** (2.41)**	**23.64*** (2.88)**
LOGCAPI	?		**0.403*** (4.23)**		**0.427*** (4.73)**		**0.440*** (5.15)**
CONSTANTE		-1.344*** (-5.22)	-7.544*** (-4.85)	-1.641*** (-5.76)	-8.039*** (-5.46)	-1.660*** (-6.84)	-8.075*** (-5.94)
EFFETS INDIVIDUELS		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
EFFETS TEMPORELS		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
LOG LIKELIHOOD		-194,41	-182,80	-198,37	-182,83	-205,46	-187,08
PSEUDO R^2		11,81%	17,08%	10,02%	17,06%	6,80%	15,14%
WALD CHI2		41,66***	46,81***	38,33***	46,63***	26,61***	44,69***
INDICE DE CONDITIONNEMENT		6,10	30,42	6,33	27,78	5,32	23,88
NBRE OBSERVATIONS / ENTREPRISES		743 / 150					

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
Pseudo R^2 = (-LL(0) + LL) / -LL(0).
Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

6. FIABILITE DES RESULTATS

Avant de discuter des apports de cette étude empirique, il nous semble important de montrer la fiabilité des résultats obtenus. Nous présentons donc plusieurs éléments permettant de juger de la qualité de nos résultats. Plusieurs points sont abordés successivement :

- la sensibilité de l'approximation de la fonction de vraisemblance au nombre de points de quadrature utilisés (6.1.) ;
- les problèmes de colinéarité entre variables explicatives (6.2) ;
- les problèmes d'hétérogénéité et d'autocorrélation des résidus (6.3.).

6.1. SENSIBILITE DE L'APPROXIMATION DE LA FONCTION DE VRAISEMBLANCE

Le modèle Probit à erreurs composées est estimé par la méthode du maximum de vraisemblance. Cette estimation est complexe, mais peut être approximée grâce à une procédure basée sur les polynômes d'Hermite (Sevestre (2002))[179]. La sensibilité de cette approximation au nombre de points de quadrature utilisés doit être vérifiée pour valider la stabilité des résultats obtenus.

Sous Stata, une procédure[180] recalcule l'approximation de la régression avec différents nombres de points de quadrature, puis compare les résultats obtenus. Si la différence relative entre les estimations est inférieure à 1%, les résultats peuvent être considérés comme stables.

Nous avons fait ce test pour l'ensemble des régressions multivariées présentées dans ce chapitre. Ils concluent à la stabilité des résultats présentés.

⇒ Les estimations des régressions présentées dans cette étude quantitative peuvent être considérées comme stables.

6.2. COLINEARITE ENTRE VARIABLES EXPLICATIVES

Tout au long de cette étude quantitative, nous avons prêté attention aux problèmes de colinéarité entre variables explicatives. Nous n'avons jamais inséré dans la même régression deux variables corrélées à plus de 0,6 et nous avons systématiquement calculé les indices de conditionnement et vérifié le VIF (Variance Inflation Factor) de chaque variable[181].

Les indices de conditionnement sont inférieurs à 15, sauf pour les régressions contenant la variable LOGCAPI où ils montent parfois jusqu'à 30 ou plus. Les VIF de chaque variable ont

[179] Voir Chapitre 5 – Section 3 – 3.2.3.1.

[180] Procédure quadchk

[181] Voir le Chapitre 5 – Section 3 – 3.1.1. pour une présentation des ces indicateurs.

aussi été systématiquement vérifiés. Ils ne dépassent jamais 4, et sont dans l'immense majorité inférieurs à 2. Dans les régressions, où l'indice de conditionnement est supérieur à 30, les VIF sont tous strictement inférieurs à 2. Cela nous amène à conclure, que même dans les régressions contenant LOGCAPI, il n'y a pas de problème de colinéarité.

⇒ Les régressions présentées dans notre étude quantitative n'ont pas de problème de colinéarité.

6.3. HETEROSCEDASTICITE ET AUTOCORRELATION DES RESIDUS

Pour valider les résultats obtenus à partir des régressions Probit, il est nécessaire de vérifier l'absence d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des résidus. Cependant, aucun test n'existe pour éprouver la présence d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation dans le cadre de régressions Logit ou Probit sur données de panel et la modélisation avec erreurs composées ne permet pas de récupérer les résidus de la régression. De même, aucune évaluation robuste de la variance des coefficients n'est disponible. C'est une des principales limites des régressions Logit ou Probit sur données de panel.

Méthode alternative utilisée

Pour atténuer cette limite et sachant que la régression Probit standard autorise des évaluations robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation des résidus, nous proposons une procédure en deux étapes :

- comparer les résultats des régressions standards (sans effet spécifique) estimés de façon classique, à ceux estimés de façon robuste et à ceux issus de régressions sur données de panel ;
- rappeler l'apport de la modélisation des effets spécifiques et comprendre les divergences entre résultats.

Cette procédure ne règle pas le problème de l'analyse des résidus, mais devrait permettre de mieux mesurer les biais potentiels de nos résultats et l'effet de l'hétéroscédasticité ou de l'autocorrélation des résidus.

Pour réaliser cette comparaison, nous reprenons les régressions présentées dans le paragraphe précédent et utilisées pour tester le pouvoir explicatif de notre modèle global. Nous utilisons pour chaque variable expliquée, la régression qui, avec ou sans variable de contrôle, a le plus fort pouvoir explicatif. Ainsi, pour RACHATNET, nous utilisons les régressions (3) et (4) du Tableau 102 et pour RACHANNUL, nous utilisons les régressions (1) et (2) du Tableau 103.

Pour chaque ensemble de variables, nous calculons une régression Probit avec erreurs composées (*notée Probit RE*), une régression Probit standard (*notée Probit*), une régression Probit standard où la variance des coefficients a été estimée de façon robuste à l'hétéroscédasticité (*notée Probit Robuste*) et une régression Probit standard où la variance des coefficients a été estimée de façon robuste à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation intra-entreprise (*notée Probit Cluster*).
Les effets temporels sont contrôlés dans l'ensemble des régressions. En revanche, l'hétérogénéité des comportements des entreprises ne peut être contrôlée que dans les régressions avec effets aléatoires.
Le Tableau 104 et le Tableau 105 présentent l'ensemble de ces régressions.

Discussions des sources éventuelles de différence entre les régressions

Les différences entre les régressions « pooled » robuste et les régressions sur données de panel peuvent être expliquées par le non contrôle de l'hétérogénéité des comportements, mais aussi par des problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation des résidus.

Différences liées au non contrôle de l'hétérogénéité des comportements

Le test du ratio de vraisemblance est significatif à 1% pour l'ensemble des exemples traités. Cela confirme l'hétérogénéité des comportements des entreprises et de la façon dont elles choisissent leur instrument de distribution.
Si cette hétérogénéité n'est pas contrôlée, cela peut biaiser les résultats et entraîner des différences de coefficient, de signe ou de significativité entre les résultats des régressions standards et ceux sur données de panel.

Différences liées aux problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation des résidus

La présence d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation des résidus peut aussi fausser les résultats. Les coefficients sont estimés correctement, mais l'appréciation de leur écart-type est biaisée. Ainsi, les problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation légers peuvent uniquement entraîner des divergences dans la significativité des variables.

Notre souci est de différencier les divergences liées à l'hétérogénéité des comportements, de celles liées aux problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation des résidus.

Commentaires et comparaisons des résultats

Différences entre les régressions standards : Probit, Probit Robuste et Probit Cluster

La comparaison de ces régressions permet d'estimer l'ampleur des problèmes d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation.

Les régressions Probit et Probit Robuste sont très similaires. Les niveaux de significativité de chaque variable sont très proches entre les deux estimations. Ainsi, on peut penser que les résidus n'ont pas de problème d'hétéroscédasticité.

En revanche, les coefficients de Wald associés à chaque variable explicative se détériorent entre les régressions Probit et Probit Robuste, et les régressions Probit Cluster. Ainsi, il est possible que les résidus aient des problèmes d'autocorrélation intra-entreprise. Il est alors probable que ce problème soit présent au sein des régressions à erreurs composées.

Différences entre les régressions Probit standards et Probit à erreurs composées

- Tout d'abord, les résultats entre régressions Probit standards et Probit à erreurs composées diffèrent dans **la valeur des coefficients**, mais jamais dans les signes.

La différence de valeur des coefficients ne peut être interprétée directement. En effet, les coefficients ne sont pas directement comparables car les contraintes d'identification portant sur l'écart-type du résidu diffèrent (Sevestre (2002))[182]. Malgré la prise en compte de ces contraintes, il subsiste des différences entre les coefficients de la régression standard et ceux de la régression avec erreurs composées[183]. Cela signifie que la prise en compte des effets individuels modifie les rapports entre les variables explicatives et RACHATNET ou RACHANNUL.

[182] Selon Sevestre (2002), les résultats du modèle Probit standard supposent que $\sigma^2 = 1$, alors que pour le modèle Probit avec erreurs composées, on a $\sigma^2 = \sigma_u^2 + \sigma_w^2 = \sigma_u^2 + 1$; σ_u étant l'écart-type de l'effet individuel. Il existe donc un rapport de 1 à $\sqrt{1+\sigma_u^2}$ entre les coefficients estimés de la régression Probit standard et de la régression Probit à erreurs composées.

[183] Connaissant l'écart type des effets individuels, on peut calculer qu'il existe, pour les régressions sur RACHATNET, un rapport d'environ 1 à 1,27 entre les coefficients de la régression standard et ceux de la régression avec erreurs composées. Pour les régressions sur RACHANNUL, il existe un rapport d'environ 1 à 1,35 (ou 1,33) pour la régression 1 (ou 2) entre les coefficients de la régression standard et ceux de la régression avec erreurs composées.

Malgré la prise en compte de ces rapports, des différences subsistent entre les coefficients des régressions Probit standards et Probit à erreurs composées. Ainsi, la relation entre FAM1, INST1, ACTDIR, CASHFL2 ou VOLCA et la variable à expliquer est plus faible lorsque les effets individuels sont contrôlés, et la relation avec STOCKOPT, CASHST ou SALA1 est plus forte.

Comme vu ci-dessus, ces divergences ne peuvent être la conséquence de problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation.

- Ensuite, les résultats entre régressions Probit standards et Probit à erreurs composées diffèrent dans **la significativité des variables**. Ainsi, certaines variables significatives dans les régressions à erreurs composées, ne le sont plus dans les régressions standards et vice versa. C'est le cas de STOCKOPT1 et de FAM1 dans les régressions sur RACHATNET, et de ETAT1 et INST1 dans les régressions sur RACHANNUL.

Concernant FAM1 et ETAT1, ces différences ne sont pas problématiques car les variables ne sont significatives ni dans la régression Probit à erreurs composées, ni dans la régression Probit Cluster.

Concernant STOCKOPT1 et INST1, les estimations fournies par les trois régressions Probit standard sont assez proches, ainsi on peut estimer que les problèmes d'autocorrélation sont faibles sur ces estimations. Nous pensons donc que les divergences sont liées à l'absence de contrôle de l'hétérogénéité des comportements et non aux résidus.

⇒ La comparaison des régressions Probit à erreurs composées et des régressions standard robustes nous permet de penser que les problèmes d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation des résidus n'ont pas biaisé nos résultats.

En revanche, le recours à des régressions à erreurs composées a permis de contrôler l'hétérogénéité des comportements et de mettre ainsi en avant la significativité de certaines variables comme les stock-options.

Tableau 104 – Comparaison des résultats entre modèle Probit à erreurs composées et modèles Probit standard, avec estimations robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation – Variable à expliquer RACHATNET

RACHAT NET	Probit RE (1)	Probit (1)	Probit Robuste (1)	Probit Cluster (1)	Probit RE (2)	Probit (2)	Probit Robuste (2)	Probit Cluster (2)
FAM1	-0.261* (-1.82)	-0.215** (-2.26)	-0.215** (-2.25)	-0.215* (-1.74)	-0.205 (-1.41)	-0.164* (-1.68)	-0.164* (-1.68)	-0.164 (-1.35)
ETAT1	-0.856** (-2.49)	-0.730*** (-3.20)	-0.730*** (-3.30)	-0.730*** (-2.94)	-0.977*** (-2.82)	-0.834*** (-3.59)	-0.834*** (-3.70)	-0.834*** (-3.26)
CASHST	1.184** (2.07)	0.901** (2.20)	0.901** (2.36)	0.901* (1.84)	1.318** (2.29)	1.014** (2.45)	1.014*** (2.65)	1.014** (2.05)
CASHFL2	-1.819* (-1.72)	-1.772** (-2.35)	-1.772** (-2.44)	-1.772* (-1.93)	-2.025* (-1.94)	-1.886** (-2.51)	-1.886*** (-2.60)	-1.886** (-2.06)
VOLCA	0.0000000454* (1.88)	0.000000053*** (3.12)	0.000000053*** (2.72)	0.000000053* (1.71)	0.0000000229 (0.90)	0.0000000290 (1.56)	0.0000000290 (1.55)	0.0000000290 (0.97)
STOCKOPT1	35.73** (2.02)	23.61 (1.64)	23.61 (1.60)	23.61 (1.32)	34.95** (1.98)	23.10 (1.60)	23.10 (1.58)	23.10 (1.33)
LOGCAPI					0.0822* (1.85)	0.0737** (2.41)	0.0737** (2.44)	0.0737** (2.01)
VARIABLES ANNEES	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
CONSTANTE	-0.453*** (-2.59)	-0.364*** (-2.68)	-0.364*** (-2.67)	-0.364*** (-2.60)	-1.634** (-2.46)	-1.427*** (-3.09)	-1.427*** (-3.14)	-1.427*** (-2.66)
RHO [1]	35,13***				32,70***			
ECART TYPE DES EFFETS INDIVIDUELS	0,63				0,61			

Probit RE (X) présente la régression Probit avec erreurs composées ; Probit (X) présente la régression Probit standard ; Probit Robuste (X) présente la régression Probit standard, où la variance des coefficients est estimée de façon robuste à l'hétéroscédasticité des résidus ; Probit Cluster (X) présente la régression Probit standard, où la variance des coefficients est estimée de façon robuste à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation des résidus.
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
En grisé, sont repérés les résultats divergents entre le modèle Probit avec effets et les modèles Probit standards.
[1] *Test du ratio de vraisemblance de l'existence d'effets individuels.*

Tableau 105 – Comparaison des résultats entre modèle Probit à erreurs composées et modèles Probit standard, avec estimations robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation – Variable à expliquer RACHANNUL

RACHAT ANNULE	Probit RE (3)	Probit (3)	Probit Robuste (3)	Probit Cluster (3)	Probit RE (4)	Probit (4)	Probit Robuste (4)	Probit Cluster (4)
ACTDIR	-1.514*** (-2.68)	-1.096*** (-3.18)	-1.096*** (-3.20)	-1.096** (-2.40)	-0.221 (-0.36)	-0.225 (-0.57)	-0.225 (-0.58)	-0.225 (-0.41)
SALA1	1.279*** (3.01)	0.874*** (3.73)	0.874*** (3.87)	0.874*** (3.06)	1.037** (2.50)	0.736*** (3.04)	0.736*** (3.13)	0.736*** (2.64)
ETAT1	-0.772 (-1.27)	-0.600 (-1.63)	-0.600* (-1.79)	-0.600 (-1.40)	-1.119* (-1.83)	-0.833** (-2.21)	-0.833** (-2.42)	-0.833** (-2.06)
INST1	-0.601 (-1.49)	-0.590* (-1.94)	-0.590* (-1.93)	-0.590* (-1.80)	-0.364 (-0.89)	-0.421 (-1.34)	-0.421 (-1.31)	-0.421 (-1.21)
VOLCA	0.000000071*** (2.87)	0.000000074*** (4.50)	0.000000074*** (4.43)	0.000000074*** (4.48)	0.0000000153 (0.59)	0.0000000219 (1.21)	0.0000000219 (1.43)	0.0000000219 (1.21)
STOCKOPT2	14.87* (1.88)	9.610** (2.00)	9.610** (2.27)	9.610** (2.37)	21.49** (2.58)	13.73*** (2.72)	13.73*** (2.90)	13.73** (2.25)
LOGCAPI					0.403*** (4.23)	0.287*** (5.04)	0.287*** (5.79)	0.287*** (4.78)
VARIABLES ANNEES	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
CONSTANTE	-1.344*** (-5.22)	-1.023*** (-5.93)	-1.023*** (-6.09)	-1.023*** (-5.77)	-7.544*** (-4.85)	-5.438*** (-5.99)	-5.438*** (-6.92)	-5.438*** (-5.63)
RHO [1]	26,41***				21,27***			
ECART TYPE DES EFFETS INDIVIDUELS	0,83				0,77			

Probit RE (X) présente la régression Probit avec erreurs composées ; Probit (X) présente les résultats de la régression Probit standard ; Probit Robuste (X) présente les résultats de la régression Probit standard, où la variance des coefficients est estimée de façon robuste à l'hétéroscédasticité des résidus ; Probit Cluster (X) présente les résultats de la régression Probit standard, où la variance des coefficients est estimée de façon robuste à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation des résidus.
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).
En grisé, sont repérés les résultats divergents entre le modèle Probit avec effets et les modèles Probit standards.
[1] *Test du ratio de vraisemblance de l'existence d'effets individuels*.

SECTION 3 - DISCUSSION DES RESULTATS

La dernière section de ce Chapitre a pour objectif de discuter les résultats de notre seconde étude empirique. Cette recherche a permis d'éclairer la compréhension des politiques de distribution, mais aussi les décisions de rachat d'actions, en France. Nous discutons successivement de ces deux résultats, avant de synthétiser les apports de cette étude.

1. POLITIQUE DE DISTRIBUTION ET DETERMINANTS DU CHOIX ENTRE RACHAT D'ACTIONS ET DIVIDENDE

L'objectif principal de cette étude a été de comprendre les déterminants du choix de l'instrument de distribution. Plusieurs influences ont été identifiées et nous avons testé leur pouvoir explicatif. Cette recherche éclaire ainsi les liens entre dividende et rachat, et la fiscalité, la permanence des revenus et les stock-options. Cependant, le pouvoir explicatif de notre modèle reste faible, et d'autres variables explicatives doivent être mises en avant pour avancer dans la compréhension des rapports entre dividende et rachat.

Discussion des résultats de notre étude

Notre étude a testé l'influence sur le choix de l'instrument de distribution, de la fiscalité, de la permanence des revenus et des stock-options. Nos résultats confortent, en partie, ceux des études nord-américaines. Ainsi, les facteurs explicatifs du choix entre dividende et rachat, mis en avant aux Etats-Unis, expliquent, au moins en partie, les décisions françaises.

- Influence de la fiscalité

Depuis des années, de nombreuses recherches théoriques et empiriques s'intéressent à l'effet de la fiscalité sur les politiques de distribution. La revue de cette littérature amène cependant à conclure à une relative neutralité des taxes sur le choix entre dividende et rachat. Seule la fiscalité de personnes influentes semble jouer sur ces décisions[184]. Les recherches se sont majoritairement intéressées aux Etats-Unis, et apportent peu d'éléments sur les spécificités des entreprises françaises.

Notre travail, qui s'intéresse à l'influence de la fiscalité du premier actionnaire et des dirigeants, complète donc ces recherches. Et de nouveau, il conforte la faiblesse de l'effet de la fiscalité.

[184] Voir Chapitre 1 – Section 2 – (2.1.2.)

Les acteurs qui devraient avoir une préférence fiscale pour le rachat, comme les dirigeants, les familles, les banques ou les entreprises, n'ont pas d'influence déterminante sur les décisions de distribution. Lorsque la taille de l'entreprise n'est pas contrôlée, nos résultats montrent même que ces acteurs poussent parfois à l'utilisation du dividende. De même, l'Etat, pourtant neutre fiscalement, pousse lui aussi à la distribution de dividende. Seuls les groupements de salariés montrent une préférence pour le rachat qui peut être attribuée à leur fiscalité[185].
Notre étude montre donc que le choix de l'instrument de distribution est influencé faiblement par l'identité des actionnaires principaux, et que ces acteurs ne semblent pas se préoccuper, outre mesure, de leur fiscalité.

Ces résultats sont cohérents avec ceux de notre étude qualitative. Selon cette dernière, les décideurs des politiques de distribution ne prêtent qu'une attention limitée aux problèmes de fiscalité. La préférence des principaux actionnaires pour le dividende ou le rachat semble répondre à d'autres critères : besoin régulier de liquidités ou volonté de conforter son contrôle actionnarial… Le souci de minimiser les taxes n'est qu'une influence parmi d'autres.

Si cette étude met en doute l'influence de la fiscalité, elle montre tout de même que le premier actionnaire peut avoir un effet variable sur le choix entre dividende et rachat. Cependant, pour appréhender l'influence des principaux actionnaires, l'identité semble un critère insuffisant. Toutes les familles ou les entreprises n'ont pas un comportement homogène et leur effet sur les décisions de distribution répond à des facteurs variés. Il est donc nécessaire de trouver des critères plus fins rendant compte de l'hétérogénéité des premiers actionnaires, au-delà de leur simple identité. Par exemple, une variable telle que le mode de financement des actions (héritage ou emprunt) pourrait éclairer, en partie, les modes de distribution.

- Influence des stock-options des dirigeants

Les liens entre stock-options et rachat d'actions ont donné lieu à quelques recherches anglo-saxonnes. Cependant, ces études ne se situent pas strictement dans le cadre des politiques de distribution. Dans l'ensemble, elles ne permettent pas de différencier l'hypothèse d'utilisation du rachat pour couvrir les plans de stock-options, de l'hypothèse d'influence sur l'instrument de distribution, des dirigeants détenant des options[186].

[185] Il est plus délicat de déterminer les préférences des groupements de salariés, puisqu'ils forment un groupe dont nous ne connaissons pas les spécificités fiscales. Nous faisons cependant l'hypothèse qu'ils sont fortunés et qu'à ce titre, ils ont une préférence fiscale pour le rachat.

[186] Pour plus de détails sur les nuances entre ces deux hypothèses, voir le Chapitre 3 – Section (3.3.)

Etant donné notre désir de compréhension des politiques de distribution, notre étude a ciblé uniquement les stock-options des dirigeants et non l'ensemble des plans de l'entreprise, mais elle s'est aussi focalisée sur les rachats effectués dans le cadre de politiques de distribution. Notre étude est la première, à notre connaissance, à isoler cette influence, sans la confondre avec les programmes de rachat mis en œuvre pour couvrir les plans d'options d'achat d'actions.

Les résultats de notre recherche confortent ceux de la littérature anglo-saxonne et montrent que le recours au rachat est influencé par les stock-options des dirigeants. Mais au-delà de confirmer cette influence sur le marché français, notre étude permet d'isoler l'influence des managers sur les décisions de distribution. Indépendamment du rôle de relution des programmes de rachat, les dirigeants favorisent, dans le cadre des politiques de distribution, l'utilisation du rachat pour valoriser leurs propres options personnelles.
Ce résultat montre que si les dirigeants ne prêtent pas attention à leur fiscalité, ils restent conscients de l'effet négatif des dividendes sur la valeur de leurs options.

Notre recherche a donc établi que les stock-options détenues ou reçues par les dirigeants influencent le choix de l'outil de distribution, mais pas les montants distribués. Une fois l'importance de la distribution décidée, les dirigeants qui reçoivent ou possèdent des stock-options poussent à choisir le rachat comme mode de distribution et à annuler les actions rachetées.

- Permanence des revenus

Le dernier résultat direct de notre étude concerne l'influence de la permanence des revenus sur le choix de l'instrument de distribution. Notre analyse confirme les résultats de Guay et Harford (2000), Jagannathan et al. (2000) ou Lie (2005a). Elle montre que plus les ressources de l'entreprise sont stables, moins l'entreprise a recours au rachat.
Ces résultats trouvent aussi écho dans notre étude qualitative, qui a montré que le rachat était utilisé pour distribuer le Free Cash Flow ou les excédents de liquidités. Il est préféré pour les distributions ponctuelles, au contraire du dividende qui est lissé et utilisé pour distribuer des flux réguliers.

Le choix du rachat d'actions comme mode de distribution est influencé positivement par les stocks de liquidités et négativement par les revenus opérationnels. Cet effet explique principalement le rachat net, mais moins les annulations d'actions.

La volatilité des revenus influence aussi positivement le choix du rachat. De nouveau, l'effet diffère selon la mesure de la variable à expliquer. Les annulations d'actions sont plus fortement influencées par la volatilité des revenus que les décisions de rachat net.

Pourquoi ne retrouvons-nous pas les mêmes influences sur les deux mesures de la variable à expliquer ?

Nous pensons que cela peut s'expliquer par la faible proportion d'entreprises françaises qui annulent des actions (10,6% en moyenne contre 47,9% pour les entreprises qui font du rachat net). Cette faible proportion empêche parfois de mettre en avant la significativité des variables, mais permet aussi de souligner certaines influences légères.

Ainsi, la volatilité des revenus doit être particulièrement forte dans les entreprises qui annulent leurs actions, mais le niveau des stocks de liquidités ou des revenus opérationnels est proche de celui des autres entreprises faisant du rachat net.

Ces divergences confirment l'intérêt d'avoir utilisé deux mesures du rachat pour apprécier le choix de l'instrument de distribution.

L'effet de la volatilité des revenus est faible, car il disparaît lorsque la taille de l'entreprise est contrôlée. C'est la conséquence de la corrélation entre volatilité des revenus et taille de l'entreprise (entre 0,38 et 0,52) et du fort pouvoir explicatif de la taille. Nous interprétons ce résultat de la façon suivante :

Les grosses entreprises connaissent et utilisent davantage les nouveaux instruments financiers. En effet, leurs départements financiers sont plus développés, avec davantage de moyens et des compétences financières étendues. Elles sont familiarisées depuis longtemps avec les marchés financiers et sont plus facilement au fait des habitudes anglo-saxonnes. Ces caractéristiques facilitent le recours aux programmes de rachat d'actions.

De plus, notre étude qualitative a montré que les petites entreprises craignent l'assèchement de la liquidité de leur titre par les opérations de rachat d'actions[187].

Nous pensons que c'est pour ces différentes raisons que les grosses entreprises sont plus facilement amenées à faire du rachat d'actions, et donc des annulations d'actions.

Parmi ces grosses entreprises, celles qui annulent des actions sont celles qui ont une volatilité importante de leurs revenus. Malgré cela, le critère de taille reste plus explicatif que la volatilité. En effet, des petites entreprises aux revenus très volatiles, auront plus rarement recours au rachat.

[187] Voir l'étude de Ginglinger et Hamon (2007) pour plus de détails sur l'effet des rachats sur la liquidité.

Nous pensons que ces résultats sont très spécifiques du contexte français et sont la conséquence de la lente intégration des programmes de rachat dans les habitudes des entreprises françaises. Il est probable, qu'avec le développement du rachat en France, la taille perde de son pouvoir explicatif et que la volatilité des revenus redevienne un facteur d'influence à part entière.

⇒ Nous venons de discuter des principaux résultats de notre étude et des relations que nous avons mis en avant. Cependant, notre étude a aussi souligné l'ampleur de ce qu'il reste à comprendre.

Ce que notre étude n'explique pas…

Les variables explicatives que nous avons testées dans cette étude n'explique qu'une faible part du choix entre dividende et rachat.

Le *« pseudo R^2 »* montre que notre modèle explique au minimum 5% des décisions de rachat mesurées par le montant des rachats nets positifs, et au minimum entre 10% et 17% des décisions d'annulation d'actions. De plus, l'existence d'effets individuels prouve que chaque entreprise a des critères spécifiques pour choisir l'instrument de distribution.

Les décisions portant sur l'instrument de distribution sont donc influencées par beaucoup d'autres facteurs que ceux mis en avant par notre étude. Faute d'éléments concrets, nous proposons une discussion sur ce que peuvent être ces déterminants :

- Tout d'abord, comme nous l'avons vu plus haut, les principaux actionnaires ou dirigeants de l'entreprise influencent le choix de l'instrument selon leurs intérêts privés. Ces intérêts sont spécifiques à chaque acteur. Ils résultent de leurs revenus, de leur besoin de liquidités, parfois de leur imposition, de leur contrôle ou de leur désir de contrôle, de leur caractère ou de leur personnalité…

Pour contrôler ces effets, il est nécessaire d'avoir des informations beaucoup plus qualitatives sur l'identité des dirigeants et des principaux actionnaires. Par exemple, leur âge, leurs études ou leurs revenus permettraient de mieux comprendre l'influence qu'ils ont sur le choix de l'instrument de distribution.

- Nous nous sommes placés dans un cadre théorique classique, où nous avons étudié uniquement l'influence des actionnaires et des dirigeants. Cependant, les salariés ou les autres stakeholders exercent certainement une pression sur les décisions de distribution. Par exemple, notre recherche qualitative a étudié le cas d'une entreprise où les salariés actionnaires votaient contre les programmes de rachat, mais autorisaient les dividendes.

Notre étude quantitative n'a pas du tout pris en compte l'influence des stakeholders et les pressions qu'ils peuvent exercer sur les politiques de distribution. Cela constitue une autre voie de recherche pour appréhender ces politiques.

- Enfin, la récence de l'autorisation du rachat d'actions en France, a certainement une forte influence sur la façon dont il est utilisé aujourd'hui. Les capacités d'assimilations et le désir d'utiliser des nouvelles techniques vont varier d'une entreprise à l'autre, selon la structure de l'organisation, son aspect innovant…

⇒ Notre étude a montré l'influence des principaux dirigeants et actionnaires de l'entreprise sur le choix de l'instrument de distribution. Elle a aussi confirmé l'utilisation du rachat pour distribuer des revenus temporaires. Cependant, beaucoup d'éléments doivent encore être éclaircis pour réellement comprendre les décisions de distribution des entreprises françaises et étrangères.
S'il est difficile d'expliquer parfaitement le choix de l'instrument de distribution, c'est aussi faute d'une bonne connaissance du rachat et de ses déterminants propres. Nous discutons donc maintenant spécifiquement des programmes de rachats d'actions. Qu'est ce que notre étude a apporté à leur connaissance ? Quelle est la situation en France ?

2. PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS ET ROLE DE DISTRIBUTION

D'un point de vue académique, le rachat est unanimement reconnu comme un des deux modes de distribution de liquidités aux actionnaires. Pourtant, dans le monde professionnel, son rôle est plus incertain. Le rachat peut, en réalité, résulter de motivations diverses, et ne jamais servir d'instrument de distribution. Ce paragraphe fait le bilan sur ce que cette recherche a apporté à la compréhension des décisions de rachat et à leur rôle de distribution.

- Faiblesse du rôle de distribution des rachats

En France, notre étude montre que le rachat est rarement utilisé comme un moyen de distribution.
La description faite dans la Section 1 des programmes de rachat d'actions mis en oeuvre par les entreprises du SBF250, montre que les rachats nets et les annulations représentent une faible part des rachats totaux et concernent une minorité d'entreprises.
Notre étude qualitative a aussi souligné, en France, le rôle limité du rachat comme outil de distribution. Pour la majorité des managers interrogés, le rachat n'est pas envisagé comme un

moyen de distribuer des liquidités. Seule une minorité conçoit son utilisation dans le cadre de politiques de distribution, où il devient un outil concurrent du dividende exceptionnel. Ce résultat tranche avec l'étude de Brav et al. (2005) qui montrent qu'aux Etats-Unis, une large partie des managers considèrent le rachat comme un moyen de distribution.

- Importance de l'aspect relutif du rachat

La mise en place de programmes de rachat est principalement motivée par l'aspect relutif de ces opérations.

L'étude descriptive réalisée en Section 1, a montré en France l'importance des rachats effectués dans ce but. Les montants alloués aux distributions de liquidités sont faibles comparativement à ceux alloués à la couverture des plans d'options ou d'obligations convertibles.

De plus, l'étude des motivations affichées dans les programmes de rachat et les résultats de notre étude qualitative confirment l'importance de cet aspect du rachat. Le rachat est avant tout un outil de couverture des plans de stock-options.

⇒ Notre étude a montré que, contrairement à ce qui est assumé dans la littérature, le rachat est rarement utilisé pour distribuer des liquidités aux actionnaires. Cela semble être une spécificité française qui est peut-être liée à la récence de son autorisation en France (1998).

- Evolution du rachat et spécificités françaises

Notre étude a montré que les variables explicatives des décisions de distribution semblent moins explicatives des décisions des entreprises françaises, que des entreprises anglo-saxonnes. Le pouvoir explicatif de notre modèle est faible. De plus, notre recherche montre que le rachat reste peu utilisé et que son aspect de distribution est quasiment ignoré.

La récente autorisation du rachat en France peut expliquer une partie des différences d'utilisation par rapport aux Etats-Unis ou à l'Angleterre.

Le développement et l'assimilation par le marché français d'un nouvel outil financier sont longs. Après 8 ans (jusqu'en 2005), le rachat est resté un outil peu utilisé dans le cadre des politiques de distribution. Son développement est modéré et depuis quelques années, l'influence du dividende par rapport au rachat croit même de nouveau. La forte influence de la taille des firmes montre que pour l'instant, seules les grosses entreprises, plus au fait des nouvelles techniques et plus à même de prendre des risques, osent avoir une politique de distribution utilisant le rachat.

Certains facteurs culturels peuvent aussi expliquer le faible rôle de distribution du rachat. Par exemple, la facilité d'assimilation et d'intégration des nouvelles techniques varie d'un pays à l'autre. Le rachat est un nouvel outil au fonctionnement délicat. La façon dont il permet une distribution de liquidités et est concurrent du dividende, est complexe et n'est pas forcément facilement intégrée par les protagonistes. D'autant plus, que les études empiriques ne confirment pas toujours l'effet positif du rachat sur le cours. Cela peut expliquer la lenteur du développement du rachat en France.

⇒ Nous pensons donc que l'utilisation du rachat en France répond encore aujourd'hui à des variables spécifiques de frein au changement ou de crainte vis-à-vis de ce nouvel outil, plutôt qu'à des critères financiers systématiques.

3. SYNTHESE : QUELS SONT LES APPORTS DE CETTE ETUDE A LA COMPREHENSION DES POLITIQUES DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D'ACTIONS ?

Cette étude apporte non seulement à la compréhension des politiques de distribution et du choix de l'instrument, mais aussi à la compréhension des programmes de rachat d'actions.
Les apports à la recherche de cette **étude empirique** sont de deux types :

* Apports empiriques / théoriques

Le principal apport de notre étude réside dans la compréhension des politiques de distributions des entreprises françaises et des spécificités liées au rachat.
Notre étude a permis de valider sur le terrain français, certaines hypothèses déjà testées sur d'autres terrains. La permanence des revenus, les stock-options des dirigeants et les caractéristiques propres des principaux actionnaires influencent significativement le choix de l'instrument de distribution des entreprises françaises. Cependant, le pouvoir explicatif de ces variables est faible.
Notre recherche a aussi mis en avant la faiblesse du rôle de distribution du rachat en France. Cet outil est encore peu développé et est principalement utilisé pour diminuer les conséquences des instruments dilutifs tels que les stock-options.

* Apport méthodologique

L'apport méthodologique de cette étude est lié à la mesure des variables. Le fait d'avoir mis de côté les rachats servant à couvrir les plans de stock-options nous semble une avancée

intéressante. Les mesures retenues pour notre étude - rachat net et annulation – ont, à notre connaissance, rarement été utilisées. Cela a été permis par la précision des données françaises sur le sujet.

De plus, la méthodologie que nous avons utilisée est assez peu courante dans l'étude des politiques de distribution. Peu d'études contrôlent l'hétérogénéité des comportements des entreprises par l'introduction d'effets spécifiques.
Cependant, dans cette étude, la comparaison que nous avons réalisée entre les résultats des régressions standards et de ceux des régressions avec erreurs composées (Section 2- 6.3.) montre que les biais liés à la non prise en compte des effets spécifiques sont faibles. Contrairement à l'étude précédente, l'introduction d'effets individuels modifie peu les résultats obtenus.

CONCLUSION DU CHAPITRE 7

Une synthèse des résultats ayant été présentée au paragraphe 5 de la Section 2, et nos résultats discutés dans la Section 3, nous présentons uniquement en conclusion de ce chapitre, un tableau récapitulant les hypothèses de notre modèle de recherche, en précisant si elles sont été validées ou non par notre étude empirique.

Tableau 106 – Hypothèses validées et Hypothèses rejetées du second modèle de recherche

Libellé de l'hypothèse	Signe attendu	Résultat	Validation ou commentaire
H10-A Il existe une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat.	+	-	**Non Validées** L'influence des dirigeants ou du premier actionnaire sur le choix de l'instrument de distribution est mise en avant par notre étude. Cependant, elle ne semble pas liée à leur fiscalité.
H10-B Lorsque le premier actionnaire est une entreprise, une banque ou un particulier, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat.	+	+ - NS	
H10-C Lorsque le premier actionnaire est un investisseur institutionnel ou un Etat, cela n'influence pas la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat.	NS	- NS	
H11 Lorsque les revenus de l'entreprise sont temporaires, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat**.**	+	+	**Validée** Le niveau des revenus opérationnels et les stocks de liquidités influencent le choix de l'instrument. En revanche, l'effet de la volatilité des revenus disparaît lorsque la taille de l'entreprise est contrôlée.
H12 Il existe une relation positive entre le montant des stock-options des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat.	+	+	**Validée**

CONCLUSION GENERALE

Chaque année et à travers le monde, la majorité des entreprises cotées distribuent des liquidités à leurs actionnaires, sous forme de dividende ou de rachat d'actions. Malgré cela, l'utilité et la forme de ces politiques constituent encore aujourd'hui l'une des incompréhensions majeures de la théorie financière.

A travers ce travail de thèse, nous avons souhaité contribuer à l'explication et à la justification des politiques de distribution. Cela nous a amené à analyser le potentiel explicatif et les limites des théories existantes. Si la théorie du signal ou de la clientèle fiscale participent à la compréhension des distributions, il nous a semblé que la voie de recherche la plus prometteuse et nécessitant le plus de développements était celle proposée par la théorie de l'agence.

Ce cadre théorique permet de justifier l'utilité des politiques de distribution, puisqu'elles deviennent des mécanismes de régulation des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants (Easterbrook (1984), Jensen (1986)). Le dividende et le rachat d'actions diminuent les ressources à disposition des acteurs internes. Ils limitent ainsi les risques d'expropriation, et favorisent la surveillance des marchés financiers, puisque l'entreprise doit alors régulièrement se refinancer.

Le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence va cependant au-delà de la simple justification de l'utilité de ces politiques. Il offre aussi, grâce à la modélisation des relations entre parties prenantes, le moyen de comprendre la forme et l'ampleur des distributions de liquidités.

Ce travail de thèse, tout en restant dans le corpus théorique classique des recherches en Finance de création de valeur actionnariale, a cherché à développer cette voie. En effet, rares sont les études qui analysent les politiques de distributions en prenant en compte différents conflits d'agence, ainsi que les mécanismes mis en place pour les réguler.

Ces réflexions nous ont menés à une première question de recherche :

Quelle est l'influence des déterminants des conflits d'agence, des variables d'actionnariat et des mécanismes de gouvernance sur l'ampleur des politiques de distribution ?

Pour répondre à cette question et en accord avec le corpus théorique choisi, nous nous sommes concentrés sur les conflits entre acteurs internes et apporteurs de fonds. Le conflit entre actionnaires et créanciers a cependant été laissé de côté car il est, selon la littérature, peu explicatif des distributions.

Notre étude théorique et empirique s'est donc intéressée à l'influence sur les politiques de distribution, du traditionnel conflit entre actionnaires et dirigeants, mais aussi du conflit plus rarement étudié entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Elle a aussi considéré l'effet des mécanismes de gouvernance pouvant réguler ces conflits.

La première partie de cette thèse a ainsi proposé une contribution originale, en identifiant la nature des relations théoriques entre politiques de distribution, déterminants des conflits d'agence, structure d'actionnariat et mécanismes de gouvernance.

L'hypothèse a été faite que l'utilisation du dividende ou du rachat pour réguler les conflits d'agence était dépendante du système de gouvernance de l'entreprise. Les distributions baissent s'il existe des mécanismes substituables de régulation des conflits, mais ne peuvent être mises en place en l'absence de mécanisme complémentaire. Ainsi, l'existence d'un conflit d'agence influencera positivement les montants distribués, s'il existe un mécanisme forçant les acteurs internes à cette distribution. En revanche, en l'absence d'un tel mécanisme, les acteurs internes pourront faciliter leur extraction de bénéfices privés en diminuant les montants distribués.

Ces hypothèses permettent d'expliquer, en partie, l'ampleur des distributions. Cependant, la compréhension de ces politiques nécessite aussi d'éclairer le choix du mode de distribution, c'est-à-dire le choix entre rachat et dividende. Cette réflexion a donné lieu à notre seconde question de recherche.

Quels sont les éléments qui influencent le choix de l'instrument de distribution ?

Pour répondre à cette question, nous avons étudié les différences et les similitudes, mises en avant par la littérature, entre dividende et rachat. Cela nous a permis de proposer plusieurs hypothèses théoriques sur l'influence de la fiscalité des actionnaires importants, des stock-options des dirigeants et de la permanence des revenus, sur le choix de l'instrument de distribution.

Pour confronter ces modèles théoriques à la réalité empirique, et afin de rendre compte de l'influence potentielle du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires, nous avons choisi de tester nos hypothèses dans un pays où l'actionnariat des entreprises est concentré. Nous avons donc sélectionné les entreprises françaises comme terrain d'étude.

Les politiques de distribution ont fait l'objet de peu d'études en France et le rachat y est seulement autorisé depuis 1998. Ce choix du terrain nous a ainsi menés à une troisième question de recherche, dont la portée est cette fois moindre, puisque uniquement descriptive :

Quels sont les formes et les modes de décision des politiques de distribution en France?

Si nos travaux présentent l'intérêt théorique et empirique d'éclairer la compréhension des politiques de distribution du point de vue de l'agence, ils présentent également des limites qui ouvrent de nouvelles voies de recherche.

Ainsi, après avoir rappelé les principaux résultats de notre étude et discuté des apports de notre recherche, nous conclurons cette thèse en soulignant ses limites, mais aussi les voies de recherche qu'elle fait naître.

PRINCIPAUX RESULTATS DE LA RECHERCHE

1. Liens entre déterminants des conflits d'agence, variables d'actionnariat, mécanismes de gouvernance et ampleur des politiques de distribution.

Notre thèse éclaire, dans un premier temps, la compréhension de la taille des politiques de distribution.

Les tests empiriques de nos hypothèses de recherche montrent que le taux de rendement de la distribution est influencé par la structure d'actionnariat de l'entreprise et par les éléments qui déterminent l'ampleur des conflits. En particulier, les déterminants des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires et le risque de Free Cash Flow expliquent significativement l'ampleur des sommes distribuées.

En revanche, si la dette a une influence négative sur les distributions, confirmant ainsi la relation de substituabilité observée dans les pays anglo-saxons, nos résultats soulignent surtout la faible influence sur le taux de rendement des mécanismes de gouvernance. Le conseil d'administration, pourtant principal décideur des politiques de dividende et de rachat, a un effet négligeable sur ces décisions. Seule la présence de membres indépendants favorise les distributions.

Au vu de ces résultats, il apparaît essentiel d'intégrer dans les modèles théoriques l'influence du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires. En France, ce dernier est beaucoup plus explicatif de l'ampleur des distributions que le conflit entre actionnaires et dirigeants.

De plus, la prise en compte des mécanismes de gouvernance participe à la compréhension des distributions. La quasi-neutralité des mécanismes de gouvernance, loin de remettre en cause le recours à la théorie de l'agence, explique le sens des relations entre politiques de distribution et conflits d'agence.

Ainsi, face à un risque de Free Cash Flow, la distribution augmente car les marchés financiers exercent un contrôle efficace qui incite les entreprises concernées à distribuer. En revanche, face à un conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires, le taux de rendement

diminue. En effet, les mécanismes de régulation français semblent peu efficaces pour réguler ce type de conflit, et rien ne permet alors de pousser les acteurs internes à distribuer.

En France, les actionnaires de contrôle profitent donc de leur pouvoir pour diminuer les distributions, et ainsi faciliter l'extraction de bénéfices privés. Un risque d'expropriation des minoritaires apparaît alors.

Les liquidités dégagées par les baisses de distribution permettent à l'actionnaire de contrôle de s'octroyer des bénéfices privés monétaires. Elles le rendent aussi plus libre dans les décisions d'investissement de l'entreprise. Il peut ainsi privilégier des activités moins rentables, mais dont le prestige lui plaît, ou il peut favoriser une rentabilité à long terme qui ne correspondra peut-être pas à l'intérêt des actionnaires minoritaires, parfois préoccupés de rendement à court terme.

Cependant, si la baisse de distribution nuit aux intérêts des minoritaires, cette notion d'expropriation ne peut être uniquement assimilée à l'intérêt privé de l'actionnaire de contrôle. En effet, l'actionnaire de contrôle peut aussi choisir de faire profiter les différentes parties prenantes de la valeur créée par l'entreprise, ceci au détriment des minoritaires. Par exemple, les liquidités supplémentaires permises par de faibles distributions peuvent lui permettre de soutenir une politique salariale élevée, ou de mener des actions en faveur de l'environnement. En particulier, les familles fondatrices peuvent préférer gratifier les employés les ayant aidées à développer l'entreprise, plutôt que des apporteurs de fonds anonymes et arrivés plus tard.

Ces actions peu créatrices de valeur actionnariale sont plus faciles à mettre en œuvre lorsque le contrôle exercé par les actionnaires externes est faible et que les liquidités sont abondantes.

En France, où la culture veut que l'on protège davantage les salariés que les actionnaires, les politiques de distribution ne permettent pas, lorsqu'un actionnaire a le contrôle de l'entreprise, de sauvegarder les intérêts des minoritaires. Ainsi, si l'on veut y limiter l'expropriation des minoritaires, il serait nécessaire de renforcer les systèmes de gouvernance actionnariale. Mais, notre étude montre aussi la nécessité de peut-être changer de cadre théorique et d'intégrer l'ensemble des parties prenantes pour appréhender les politiques de distribution.

2. Choix de l'instrument de distribution

Cette recherche a apporté à la compréhension des liens entre dividende et rachat, dans le cadre des politiques de distribution. Elle a aussi souligné quelques spécificités françaises dans l'utilisation du rachat.

Nos études, à la fois qualitatives et quantitatives, ont montré que le rachat est surtout un outil utilisé pour lutter contre la dilution créée par les stock-options. Seule une faible partie des

rachats d'actions est utilisée, tout au moins en France, pour les distributions de liquidités. De plus, beaucoup de managers ne considèrent pas le rachat comme un mode de distribution.
Ainsi, le principal outil de distribution reste, en France, le dividende. Après sept ans d'autorisation, les programmes de rachat étaient encore utilisés majoritairement par les grandes entreprises, et rarement pour des distributions de liquidités, en dépit de l'avantage fiscal de ce mode de distribution.

Malgré cela, notre étude a tout de même mis en avant l'influence de plusieurs variables sur le choix entre dividende et rachat, dans le cadre des politiques de distribution : la permanence des revenus, l'identité du premier actionnaire et les stock-options des dirigeants.
Plus les revenus sont stables, plus l'entreprise choisit le dividende pour distribuer. Au contraire, elle privilégie le rachat face à des revenus temporaires. De plus, si la fiscalité de l'actionnaire principal ou des dirigeants n'explique pas les choix mis en œuvre, les stock-options des dirigeants les poussent à privilégier le rachat.

Ces différentes influences sont conformes à ce qui a été mis en avant dans les études anglo-saxonnes et montrent la similitude des critères français. Cependant, leur pouvoir explicatif reste faible et la probabilité de recourir à du rachat pour une distribution de liquidités reste encore influencée principalement par des éléments spécifiques aux entreprises.

La présentation des résultats obtenus souligne plusieurs apports de cette recherche, que nous détaillons à présent.

APPORTS DE LA RECHERCHE

Nos travaux s'inscrivent dans un courant de recherche classique en Finance, mais présentent l'intérêt de compléter et d'améliorer la compréhension théorique et empirique des politiques de distribution. Cette recherche apporte donc une contribution à plusieurs niveaux par rapport aux travaux existants.

Sur le plan théorique, cette recherche présente une analyse structurée et complète de la problématique de distribution dans le cadre de l'agence. Elle propose une modélisation multi-dimensionnelle des interactions entre politiques de distribution, déterminants des conflits d'agence, variables d'actionnariat et mécanismes de gouvernance.

Le modèle proposé décrit le rôle essentiel des mécanismes de gouvernance alternatifs pour la détermination de l'ampleur des distributions. Il offre ainsi une explication théorique aux observations empiriques divergentes qui montrent une influence parfois positive, parfois négative des conflits sur la distribution.

Ce travail présente l'intérêt de considérer l'influence des conflits entre actionnaires et dirigeants, mais surtout des conflits entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Ces derniers ont rarement été pris en compte de façon structurée dans les recherches antérieures.
De plus, notre recherche a modélisé l'influence des systèmes de gouvernance, et pris en compte plusieurs mécanismes de gouvernance dont certains, comme le conseil d'administration, ont rarement été étudiés dans le cadre des politiques de distribution. Elle s'est attelée à identifier les mécanismes substituables et ceux complémentaires aux distributions.
Enfin, cette thèse intègre à la fois le dividende et le rachat d'actions, et s'intéresse aux déterminants du choix de l'instrument de distribution.

Les apports empiriques de cette étude sont nombreux.
Tout d'abord, notre recherche souligne la pertinence de la prise en compte du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires pour comprendre les politiques de distribution. En France, ce conflit est beaucoup plus explicatif que le conflit entre actionnaires et dirigeants. Il est probable que ce résultat soit identique dans les entreprises cotées des autres pays d'Europe continentale où la concentration de l'actionnariat est forte.
Ce travail a aussi offert un des premiers tests de l'influence des caractéristiques des conseils sur l'ampleur des distributions. Il a ainsi montré la faiblesse des mécanismes de gouvernance en France face à un actionnaire majoritaire.
Cette recherche a également apporté à la connaissance du terrain français et des programmes de rachat d'actions.
Elle a montré que les principaux facteurs explicatifs du choix de l'instrument de distribution mis en avant dans la littérature anglo-saxonne avaient une influence significative sur les décisions françaises, mais qu'ils n'expliquaient qu'une faible part des comportements. L'existence d'effets individuels a suggéré qu'en France, les principales motivations à l'utilisation du rachat plutôt que du dividende seraient spécifiques à chaque entreprise. Les facteurs financiers ont seulement un pouvoir explicatif faible.
Notre travail a aussi souligné, à travers une étude qualitative et quantitative, qu'en France, le rachat était rarement utilisé pour distribuer des liquidités. Il sert surtout à couvrir les plans de stock-options, et son rôle de distribution est encore mineur.

Ces apports empiriques ont été permis grâce à la méthodologie utilisée.

Grâce à la précision des données françaises, nous avons pu proposer de nouvelles mesures de la proportion des rachats correspondant à une distribution de liquidités : le rachat net et le rachat annulé. Cela nous a permis de mesurer la faiblesse des rachats affectés à la distribution et de souligner l'importance des plans de stock-options dans la mise en œuvre des programmes.

De plus, l'utilisation de données de panel et l'introduction d'effets spécifiques a permis de contrôler l'hétérogénéité du comportement des entreprises. Cette méthodologie est rarement utilisée dans les études sur les politiques de distribution. Il est pourtant intéressant de contrôler l'hétérogénéité des modes de décisions des politiques de distribution, car beaucoup de facteurs connus ou encore à découvrir, influencent ces politiques. Contrôler leur effet permet de mesurer correctement l'impact des variables étudiées.

Notre recherche présente donc un intérêt pratique pour plusieurs acteurs :

- Pour les investisseurs ou les associations d'actionnaires minoritaires, notre travail présente l'intérêt de souligner les risques d'expropriation auxquels ils font face. Notre recherche fournit également quelques éléments pouvant permettre de diminuer ce risque. Nous avons souligné le rôle potentiel de gouvernance des distributions, mais aussi sa faible utilisation liée à l'insuffisance des mécanismes de gouvernance alternatifs. Cette étude peut orienter le travail des minoritaires, en leur montrant le rôle de la législation, ou les lacunes du conseil face à un actionnaire de contrôle.
- Pour les managers, ce travail peut apporter quelques clés de compréhension des politiques de distribution de leurs concurrents. A travers notre étude qualitative, ils peuvent avoir une vision des motivations et des facteurs poussant les entreprises à distribuer. De plus, nos études quantitatives leur montrent l'influence de l'actionnariat et du système de gouvernance sur le choix du taux de rendement. Enfin, cette thèse peut les éclairer sur l'utilité et l'utilisation des programmes de rachat d'actions en France.

Ainsi, ce travail peut être une source d'information et de réflexion pour les managers qui peut les aider dans la détermination de leurs politiques de distribution.

LIMITES ET VOIES DE RECHERCHE

Notre étude présente plusieurs limites, qui ouvrent de nouvelles voies de recherche.

Une première limite de notre recherche est de s'être voulue principalement explicative. Elle ne propose que peu d'outils à la portée des managers pour prendre leurs décisions de distribution. En effet, comme le note Charreaux (1993), « la complexité de la théorie financière induit difficilement des retombées immédiatement opérationnelles, sous forme de règles ou d'outils simples. ». C'est à notre avis une limite à ce type de recherche.

Au-delà de cette remarque assez générale, notre étude présente trois limites importantes qu'il conviendra de prendre en compte dans nos recherches futures.
Ainsi, nous nous sommes intéressés au dividende et au rachat d'actions sans avoir pu intégrer, faute de données, les dividendes exceptionnels. Même si ce type de distribution est peu courant en France, il est apparu dans notre étude qualitative qu'il pouvait être un instrument concurrent du rachat. Afin de mieux comprendre les politiques de distribution, il aurait été nécessaire de prendre en compte cet outil.

De plus, nous avons étudié les décisions de distribution sans prendre en compte les autres décisions financières, comme l'investissement et le financement. La recherche souligne pourtant de plus en plus l'interaction entre ces différentes politiques et la simultanéité de ces décisions.

Enfin, une troisième limite de cette recherche est de ne pas avoir pris en compte l'influence du conflit entre actionnaires et salariés.
Face à ce conflit, les politiques de distribution ne constituent pas un mécanisme de gouvernance, mais sont au contraire une source de divergences. En France, les salariés montrent souvent leur désapprobation face à des distributions importantes. Nous pensons donc que l'influence des salariés sur l'ampleur des distributions est forte, et qu'elle est amenée à croître avec la prise en compte grandissante de l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Cette limite constitue une voie de recherche que nous pensons prometteuse.

Les voies de recherche ouvertes par ces travaux sont nombreuses.

Tout d'abord, les résultats que nous avons mis en avant en France doivent être étudiés dans d'autres pays, afin de vérifier le rôle des mécanismes de gouvernance alternatifs dans la mise en place des politiques de distribution. Cette comparaison permettrait de souligner l'influence de la législation, mais aussi des conseils d'administration sur ces politiques.

Il serait particulièrement intéressant de comparer l'efficacité des conseils anglo-saxons, allemands et français, et leur influence sur les distributions.

Ensuite, il serait intéressant de comprendre les raisons de la faiblesse de l'utilisation du rachat pour les distributions en France. Cette faiblesse est-elle spécifique à la France ? Ou n'a-t-il pas été possible de la mettre en avant ailleurs faute de données assez précises ?

Enfin, comme nous venons de le voir, une voie de recherche prometteuse est l'intégration à l'étude des politiques de distribution, des autres stakeholders de l'entreprise. Les conflits entre dirigeants et apporteurs de capitaux ne suffisent pas à appréhender la complexité de ces politiques. En particulier, la prise en compte des conflits entre actionnaires et salariés, ainsi que des mécanismes régulant ces conflits, devrait permettre d'avancer dans la compréhension des politiques de distribution.

BIBLIOGRAPHIE

Aggarwal R.K. et Samwick A.A., 2003, "Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered", *Journal of Finance*, 58 (1), 71-118.

Agrawal A. et Jayaraman N., 1994, "The Dividend Policies of All Equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory", *Managerial Decision Economics*, 15, 139-148.

Agrawal A. et Mandelker G., 1987, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *Journal of Finance*, 42 (4), 823-838.

Aharony J. et Swary I., 1980, "Quarterly Dividend and Earning Announcement and Stockholders' Returns : An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 35, 1-12.

Aivazian V.A., Booth L. et Cleary S., 2006, "Dividend Smoothing and Debt Ratings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41 (2).

Albouy M., 1997, "Signaux et Prix des Actions", dans Yves Simon, *Encyclopédie des Marchés Financiers*, (Economica).

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

Albouy M. et Morris T., 2006, "Les Rachats D'actions au Canada: Motivations et Impact de L'activité Économique", *Finance Contrôle Stratégie*, 9 (4), 5-32.

Allard-Poesi F., Drucker-Godard C. et Ehlinger S., 1999, "Analyses de Représentations et de Discours", dans R.A. Thiétart, *Méthodes de Recherche en Management*, (Dunod), 449-475.

Allen F., Bernardo A. et Welch I., 2000, "A Theory of Dividends Based on Tax Clientele", *Journal of Finance*, 55 (6), 2499-2536.

Allen F. et Michaely R., 1995, "Dividend Policy", dans R.A. Jarrow, V. Maksimovic et W.T. Ziemba, *Handbooks in Operations Research and Management Science*, (Elsevier), 9, 793-839.

Allen F. et Michaely R., 2003, "Payout Policy", dans G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*.

Allen M. et Panian S.K., 1982, "Power, Performance and Succession in the Large Corporation", *Administrative Science Quaterly*, 27, 538-547.

Ambarish R., John K. et Williams J., 1987, "Efficient Signaling with Dividends and Investments", *Journal of Finance*, 42 (2), 321-343.

Amihud Y. et Lev B., 1981, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.

Amihud Y. et Li K., 2006, "The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41 (3), 637-660.

Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M. et Lemmon M.L., 2000, "Corporate Governance and Firm Diversification", *Financial Management*, 29, 5-22.

Aoki M., 1995, "The Japanese as a System of Attributes : A Survey and Research Agenda", *Revue d'Economie Industrielle*, Hors Série.

Arellano M., 1987, "Computing Robust Standard Errors for within-Groups Estimators", *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 49 (4), 431-434.

Asquith P. et Mullins D.W., 1983, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business*, 56, 77-96.

Asquith P. et Mullins D.W., 1986, "Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues", *Financial Management*, 15 (3), 27-44.

Attig N., Fischer K. et Gadhoum Y., 2002, "On the Determinants, Costs and Benefits of Pyramidal Ownership: Evidence on Expropriation of Minority Interests", *EFMA Congress*.

Aytac B., 2006, "Les Stock-Options en tant que Modalité Particulière D'extraction des Bénéfices Privés par les Dirigeants : une Revue de la Littérature", *Congrès de l'AFFI*, Juin, Poitiers.

Bagwell L.S., 1991, "Share Repurchase and Takeover Deterrence", *RAND Journal of Economics*, 22, 72-88.

Bagwell L.S., 1992, "Dutch Auction Repurchases : An Analysis of Shareholder Heterogeneity ", *Journal of Finance*, 47 (1), 71-140.

Bagwell L.S. et Shoven J.B., 1988, "Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate", dans Alan J. Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences,* (University of Chicago Press, Chicago).

Bajaj M. et Vijh A., 1990, "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes", *Journal of Financial Economics*, 26 (2), 193-219.

Baker H.K. et Farrelly G.E., 1988, "Dividend Achievers: A Behavioral Perspective", *Akron Business and Economic Review*, spring, 79-92.

Baker H.K., Farrelly G.E. et Edelman R.B., 1985, "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management*, 14 (3), 78-84.

Baker H.K., Gallagher P. et Morgan K., 1981, "Management's View of Stock Repurchase Programs", *Journal of Financial Research*, 4 (3), 233-247.

Baker H.K. et Powell G.E., 1999a, "Dividend Policy Issues in Regulated and Unregulated Firms: A Managerial Perspective", *Managerial Finance*, 25 (6), 01-20.

Baker H.K. et Powell G.E., 1999b, "How Corporate Managers View Dividend Policy", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38 (2), 17-35.

Baker H.K., Powell G.E. et Veit E.T., 2001, "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms", *The Financial Review*, 38 (3), 19-37.

Baker H.K., Powell G.E. et Veit E.T., 2002, "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", *Journal of Economics and Finance*, 26 (3), 267-283.

Baker H.K., Powell G.E. et Veit E.T., 2003, "Why Companies Use Open-Market Repurchases: A Managerial Perspective", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 43 (3), 483-504.

Baker M., Ruback R.S. et Wurgler J., 2004, "Behavioral Corporate Finance : A Survey", Working Paper SSRN, n°602902.

Baker M. et Wurgler J., 2004a, "Appearing and Disappearing Dividends : The Link to Catering Incentives", *Journal of Financial Economics*, 73 (2), 271-288.

Baker M. et Wurgler J., 2004b, "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, 59 (3), 1125-1166.

Baltagi B.H., 2001, *Econometric Analysis of Panel Data* (Wiley & Sons), Seconde Edition.

Bar-Yosef S. et Huffman L., 1986, "The Information Content of Dividends: A Signaling Approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 47-58.

Barca F. et Becht M., 2001, *The Control of Corporate Europe* (Oxford University Press, Oxford).

Barclay M. et Holderness C.G., 1989, "Private Benefits from Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.

Barclay M.J., Holderness C.G. et Sheehan D.P., 2004, "Dividends and Dominant Corporate Shareholders", *American Finance Association 64th annual meeting*, january 3-5, San Diego.

Bartov E., Krinsky I. et Lee J., 1998, "Evidence on How Companies Choose between Dividends and Open Market Stock Repurchases", *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (1), 89-96.

Bathala C. et Rao R., 1995, "The Determinants of Board Composition : An Agency Theory Perspective", *Managerial and Decision Economics*, 16, 59-69.

Baumard P., Donada C., Ibert J. et Xuereb J.M., 1999, "La Collecte des Données et la Gestion de leurs Sources", dans R.A. Thiétart, *Méthodes de Recherche en Management*, (Dunod), 224-256.

Bebchuk L.A., 1999, "A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control", Working Paper NBER, n°7203.

Benartzi S., Michaely R. et Thaler R., 1997, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" *Journal of Finance*, 52 (3), 1007-1034.

Berelson B., 1971, *Content Analysis in Communication Research* (Harfner Publication, New York).

Berglof E., 1990, "Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems", dans M. Aoki, B. Gustafsson et O. Williamson, *The Firm as a Nexus of Treaties*, (Sage).

Berk J., Green R. et Naik V., 1999, "Optimal Investment, Growth Options and Security Returns", *Journal of Finance*, 54, 1553-1607.

Berle A. et Means G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan), 2ème Édition en 1956.

Bernhardt D., Douglas A. et Robertson F., 2005, "Testing Dividend Signaling Models ", *Journal of Empirical Finance*, 12 (1), 77-98.

Bernheim D. et Wantz A., 1995, "A Tax Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis", Working Paper.

Bertrand M. et Mullainathan S., 2001, "Are Ceos Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are", *Quarterly Journal of Economics*, 116, 901-932.

Bertrand M. et Schoar A., 2003, "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1169-1208.

Bhagat S. et Black B., 2002, "The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, 27 (2), 231-272.

Bhargava A., Franzini L. et Narendranathan W., 1982, "Serial Correlation and Fixed Effects Model", *Review of Economic Studies*, 49, 533-549.

Bhattacharya S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand" Fallacy ", *Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.

Bierman H.J. et West R., 1966, "The Acquisition of Common Stock by the Corporate Issuer", *Journal of Finance*, 21 (4), 687-696.

Billett M.T. et Xue H., à paraître, "The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases", *Journal of Finance*.

Binay M., 2001, "Do Dividend Clienteles Exist? Institutional Investor Reaction to Dividend Events", Working Paper University of Texas, Austin.

Black F., 1976, "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.

Blouin J. et Nondorf M., 2004, "Payout Policy: A Shareholder-Level Analysis", Working Paper.

Bolster P. et Janjigian V., 1991, "Dividend Policy and Valuation Effects of the Tax Reform of 1986", *National Tax Journal*, 44, 511-518.

Born J.A. et Rimbey J.N., 1993, "A Test of the Easterbrook Hypothesis Regarding Dividend Payments and Agency Costs", *Journal of Financial Research*, 16 (3), 251-260.

Borokhovich K., Brunarski K., Harman Y. et Kehr J., 2005, "Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs", *The Financial Review*, 40 (1), 37-65.

Boubaker S., 2003, "Ownership Control Discrepancy and Firm Value : Evidence from France", *Congrès de l'AFFI*, Juin, Lyon.

Bourdonnais R., 2003, *Econométrie* (Dunod), 5ème Édition.

Bradley M., Capozza D. et Seguin P., 1998, "Dividend Policy and Cash-Flow Uncertainty", *Real Estate Economics*, 26, 555-580.

Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. et Michaely R., 2005, "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.

Brav A. et Heaton J.B., 1998, "Did Erisa's Prudent Man Rule Change the Pricing of Dividend Omitting Firms?" Working Paper Duke University.

Brealey R. et Myers S., 2003, *Principles of Corporate Finance* (McGraw Hill Higher Education), 9th Edition, International Edition.

Brennan M.J. et Thakor A.V., 1990, "Shareholder Preferences and Dividend Policy", *Journal of Finance*, 45 (4), september, 993-1018.

Breusch T.S. et Pagan A.R., 1979, "A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation", *Econometrica*, 47, 1287-1294.

Calvi-Reveyron M., 1998, *Dividendes et Relations D'agence : le Cas des Sociétés Françaises Cotées,* Thèse de Doctorat, ESA Grenoble, sous la direction de P. Dumontier, décembre.

Calvi-Reveyron M., 2000, "Le Capitalisme Familial, dans un Contexte Français, Induit-il moins de Dividendes que les Autres Formes D'actionnariat ?" *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (1), 81-116.

Carleton W.T., Nelson J.N. et Weisbach M.S., 1998, "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negociations : Evidence from Tiaa-Cref", *Journal of Finance*, 53 (4), 1335-1362.

Casey K., Anderson D., Mesak H. et Dickens R., 1999, "Examining the Impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy: A New Methodology", *Financial Review*, 34, 33-46.

Castanias R.P. et Helfat C.C., 1991, "Managerial Resources and Rents", *Journal of Management* 17, 155-171.

Castanias R.P. et Helfat C.C., 1992, "Managerial and Wind Fall Rents in the Market for Corporate Control", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 18 (153-184).

Chan K., Ikenberry D. et Lee I., 2004, "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (3).

Charreaux G., 1991, "Structure de Propriété, Relation D'agence et Performance Financière", *Revue économique*, 42 (3), 521-552.

Charreaux G., 1993, "Théorie Financière et Stratégie Financière", *Revue Française de Gestion*, janvier - février, 46-63.

Charreaux G., 1997a, "Conseil D'administration et Pouvoirs dans L'entreprise", dans G. Charreaux, *Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance. Théories et Faits*, (Economica), 141-164.

Charreaux G., 1997b, *Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance. Théories et Faits* (Economica).

Charreaux G., 1997c, "Théorie Financière", dans Yves Simon, *Encyclopédie des Marchés Financiers*, (Economica).

Charreaux G., 1997d, "Vers une Théorie du Gouvernement des Entreprises", dans G. Charreaux, *Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance. Théories et Faits*, (Economica), 421-469.

Charreaux G., 1999, "La Théorie Positive de L'agence: Lecture et Relectures..." dans Gérard Koenig, *De Nouvelles Théories Pour Gérer L'entreprise du Xxi° Siècle*, (Collection Gestion, Economica), 61-141.

Charreaux G., 2005, "Pour une Gouvernance D'entreprise "Comportementale". Une Réflexion Exploratoire", *Revue Française de Gestion*, 31 (157), 215-238.

Charreaux G. et Desbrières P., 1998, "Gouvernance des Entreprises : Valeur Partenariale contre Valeur Actionnariale", *Finance Contrôle Stratégie*, 1 (2), 57-88.

Chen C. et Steiner T., 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts : A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy", *The Financial Review*, 34, 119-346.

Cho M.H., 1998, "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.

Choi F. et Chen S., 1997, "The Differential Information Conveyed by Share Repurchase Tender Offers and Dividend Increases", *Journal of Financial Research*, 20 (4), 529-543.

Christie et Nanda V., 1994, "Free Cash Flow, Shareholder Value and the Undistributed Profit Tax of 1936 and 1937", *Journal of Finance*, 49 (5), 1727-1754.

Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L., 1999, "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia", Working Paper World Bank, n°2088.

Coffee J., 2001, "Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control ", Working Paper SSRN, n°257613.

Coles J.L., Daniel N. et Naveen L., à paraître, "Boards: Does One Size Fit All?" *Journal of Financial Economics*.

Comment L. et Jarrell G.A., 1991, "The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed Price Tender Offers and Open Market Share Repurchases", *Journal of Finance*, 46 (4), 1243-1271.

Correia Da Silva L., Goergen M. et Renneboog L., 2004, *Dividend Policy and Corporate Governance* (Oxford University Press).

Couderc N., 2006, "Efficience des Entreprises et Rémunération des Dirigeants", *Congrès de l'AFFI*, Juin Poitiers.

Crutchley C. et Hansen R., 1989, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Financial Management* 18 (4), 36-76.

Crutchley C., Jensen R., Jahera J.S. et Raymond J., 1999, "Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making - the Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, 8, 177-97.

Dahya J. et McConnell J.J., à paraître, "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Dann L., Masulis R.W. et Mayers D., 1991, "Repurchase Tender Offers and Earnings Information", *Journal of Accounting and Economics*, 14, 217-251.

Davies J.R., Hillier D. et McColgan P., 2005, "Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value ", *Journal of Corporate Finance*, 11 (4), 645-660.

De Angelo H., De Angelo L. et Skinner D.J., 1992, "Dividends and Losses", *Journal of Finance*, 47 (5), 1837-1863.

De Angelo H., De Angelo L. et Skinner D.J., 1996, "Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth." *Journal of Financial Economics*, 40, 341-371.

De Angelo H., De Angelo L. et Skinner D.J., 2000, "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling", *Journal of Financial Economics*, 57, 309-354.

De Beaufort V., 2006, *Gouvernance D'entreprise en Europe* (Economica).

De Bondt W.F. et Thaler R., 1994, "Financial Decision Making in Markets and Firms : A Behavioral Perspective", Working Paper NBER, n°4777.

De Jong A., Van Dijk R. et Veld C., 2003, "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on an Alternative Research Design." *International Review of Financial Analysis*, 12 (4), 349-378.

De Miguel A., Pindado J. et De La Torre C., 2005, "How Do Entrenchment and Expropriation Phenomena Affect Control Mechanisms?" *Corporate Governance: An International Review*, 13 (4), 505.

Debaere A.L., 2003a, *Influence des Investisseurs Institutionnels sur la Politique Financière des Entreprises Françaises,* Thèse de Doctorat, Université de Montpellier II, sous la direction de Véronique Bessière.

Debaere A.L., 2003b, "Les Investisseurs Institutionnels Ont-ils une Influence sur la Politique de Dividendes?" *Congrès de l'Association Française de Finance*, 23-25 juin, Lyon.

DeFusco R.A., Johnson R.R. et Zorn T.S., 1990, "The Effect of Executive Stock-Option Plans on Stockholders and Bondholders", *Journal of Finance*, 45 (2), 617-627.

Del Guercio D., 1996, "The Distorting Effect of the Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments", *Journal of Financial Economics*, 40, 31-62.

Del Guercio D. et Hawkins J., 1999, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, 52, 293-340.

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*, 50, 317-321.

Demsetz H., 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law & Economics*, 26 (2), 375-390.

Demsetz H. et Villalonga B., 2001, "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), 209-233.

Denis D., 1990, "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends", *Journal of Finance*, 45 (2), 1433-1456.

Denis D., Denis D. et Sarin A., 1994, "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow, Signaling, Overinvestment and Dividend Clienteles." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 567-587.

Denis D., Denis D. et Sarin A., 1997, "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, 52, 135-160.

Denis D.K. et McConnell J.J., 2003, "International Corporate Governance ", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1).

Dereeper S. et Romon F., 2003, "L'utilisation des Programmes de Rachat D'actions en France", *Congrès de l'Association Française de Finance*, 23-25 juin Lyon.

Dereeper S. et Romon F., 2006, "Rachats D'actions Versus Dividendes : Effet de Substitution sur le Marché Boursier Français ?" *Finance Contrôle Stratégie*, 9 (1).

Desbrières P., 1987, *Politique de Dividende et Fiscalité : Étude de L'effet de Clientèle*, Thèse de Doctorat, Université des Sciences Sociales de Grenoble - Ecole supérieure des affaires.

Desbrières P., 1988, "L'effet de Clientèle des Dividendes sur le Marché Français: un Test Empirique", *Finance*, 5-16.

Deshmukh S., 2003, "Dividend Initiations and Asymetric Information : A Hazard Model", *The Financial Review*, 38, 351-368.

Dherment I., 1996, *Changement de Dirigeants et Richesse des Actionnaires : le Cas des Présidents des Sociétés Françaises Cotées*, Thèse de Doctorat, Université d'Aix Marseille III - IAE Aix en Provence, sous la direction de P. Batteau.

Dherment I. et Renneboog L., 2002, "Share Price Reactions to Ceo Resignations and Large Shareholder Monitoring in Listed French Companies", dans J. McCahery, P. Moerland, T. Paaijmakers et L. Renneboog, *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, (Oxford University Press, Oxford).

Diamond D.W., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 393 - 414.

Direction Générale des Impôts et Direction de la Législation Fiscale, 2005, "La Fiscalité Française".

Dittmar A., 2000, "Why Do Firms Repurchase Stock ?" *Journal of Business*, 73 (3), 331-355.

Dittmar A.K. et Dittmar R.F., 2002, "Stock Repurchase Waves: An Explanation of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy", Working Paper Indiana University.

Doidge C., Karolyi G.A. et Stulz R.M., à paraître, "Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance?" *Journal of Financial Economics*.

Dong M., Robinson C.A. et Veld C., 2005, "Why Individual Investors Want Dividends", *Journal of Corporate Finance*, 12 (1), 121-158.

Dyck A. et Zingales L., 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 59 (2), 537-600.

Easterbrook F.H., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74 (4), 650-659.

Eckbo E. et Verma S., 1994, "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Corporate Dividends", *Journal of Corporate Finance*, 1, 33-62.

Elton E. et Gruber M., 1970, "Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect." *Review of Economics and Statistics*, 52, 68-74.

Evrard, Pras B. et Roux E., 1993, *Market. Etudes et Recherches en Marketing* (Nathan, Paris).

Faccio M., Lang L. et Young L., 2001, "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, 91 (1).

Faccio M. et Lang L.H.P., 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395.

Fairchild L. et Li J., 2005, "Director Quality and Firm Performance", *Financial Review*, 40 (2), 257-279.

Fama E.F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.

Fama E.F. et French K.R., 2001, "Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, 60, 03-43.

Fama E.F. et Jensen M., 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, 26 (2), 301-326.

Farinha J., 2003, "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (9/10), 1173-1209.

Fenn G. et Liang N., 1997, "Good News and Bad News About Share Repurchases." Working Paper.

Fenn G. et Liang N., 2001, "Corporate Payout Policies and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.

Ferris S.P., Sen N. et Yui H.P., 2006, "God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom ", *Journal of Business*, 79 (3), 1149-1174.

Flanagan J., 1954, "The Critical Incident Technique ", *Psychological Bulletin*, 51 (4), 327-355.

Frankfurter G. et Wood B., 2003, *Dividend Policy : Theory and Practice.* (Academic Press, an inprint of Elsevier Science).

Franks J. et Mayer C., 1992, "Corporate Governance : A Synthesis of the International Evidence ", Working Paper London Business School.

Franks J. et Mayer C., 1995, "Ownership and Control", dans H. Siebert, *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, (Mohr, Tubingen).

Franks J. et Mayer C., 1996, "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure", *Journal of Financial Economics*, 40.

Franks J., Mayer C. et Renneboog L., 2001, "Who Disciplines Management of Poorly Performing Companies?" *Journal of Financial Intermediation*, 10, 209-248.

Friedman M., 1953, "The Methodology of Positive Economics", *Essays in Positive Economics*, (University of Chicago Press, Chicago).

Gabor K., 2004, "Robust Standard Error Estimation in Fixed-Effects Panel Models", Working Paper SSRN, n°596988.

Gao Y., 2000, *Corporate Financial Policies under Management Control : Theory and Evidence*, Thèse de Doctorat, University of California LA.

Garrett I. et Priestley R., 2000, "Dividend Behavior and Dividend Signaling", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2).

Gaspar J.M., Massa M., Matos P., Patgiri R. et Rehman Z., 2005, "Can Buybacks Be a Product of Shorter Shareholder Horizons?" *AFA annual meeting*, Philadelphia.

Gaver J.J. et Gaver K.M., 1993, "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing , Dividend and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.

Gibbons R. et Murphy K., 1992, "Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns : Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, 100, 468-505.

Gillet P., 2000, "Le Rachat D'actions: Théorie et Pratique de Gouvernement D'entreprise", *La Revue du Financier*, 128, Oct/Dec, 4-26.

Gilson S., 1990, "Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders : Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default", *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.

Ginglinger E. et Hamon J., 2007, "Actual Share Repurchases, Timing and Liquidity", *Journal of Banking and Finance*, 31 (3), 915-938.

Ginglinger E. et L'Her J.F., 2001, "Le Point sur les Rachats D'actions." *Banque et Marchés*, 50, 45-51.

Ginglinger E. et L'Her J.F., 2006, "Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France", *The European Journal of Finance*, 12 (1).

Girard C., 2001, "Une Typologie de L'activisme des Actionnaires Minoritaires en France", *Finance Contrôle Stratégie*, 4 (3), 123-146.

Godard L. et Schatt A., 2004, "Les Déterminants de la "Qualité" des Conseil D'administration Français", Working Paper FARGO - Université de Bourgogne.

Goergen M., Renneboog L. et Correia da Silva L., 2005, "When Do German Firms Change Their Dividends? " *Journal of Corporate Finance*, 11 (1/2), 375-399.

Goffin R., 2004, *Principes de Finance Moderne* (Economica, Gestion), 4éme Édition.

Gomez P.-Y., 1996, *Le Gouvernement de L'entreprise. Modèles Économiques de L'entreprise et Pratiques de Gestion* (InterEditions).

Gonedes N.J., 1978, "Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium : Evidence on Dividends, Income and Extraordinary Items", *Journal of Accounting Research*, 16 (1), 26-79.

Goyal V.K. et Park C.W., 2002, "Board Leadership Structure and Ceo Turnover", *Journal of Corporate Finance*, 8 (1), 49-66.

Graham J. et Kumar A., 2006, "Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors", *Journal of Finance*, 61 (3), 1305-1336.

Grinstein Y. et Michaely R., 2005, "Institutional Holdings and Payout Policy", *Journal of Finance*, 60 (3).

Grossman S.J. et Hart O.D., 1988, "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), 175-202.

Grullon G. et Ikenberry D.L., 2000, "What Do We Know About Stock Repurchases?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 13 (1), Spring, 31-51.

Grullon G. et Michaely R., 2002, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, 57 (4), 1649-1684.

Grullon G. et Michaely R., 2004, "The Information Content of Share Repurchase Program", *Journal of Finance*, 59 (2), April, 651-680.

Grullon G., Michaely R., Benartzi S. et Thaler R., 2005, "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Futures Profitability", *Journal of Business*, 78 (5), 1659-1682.

Grullon G., Michaely R. et Swaminathan B., 2002, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *Journal of Business*, 75 (3), 387- 424.

Guay W. et Harford J., 2000, "The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57 (385-415).

Gugler K., 2003, "Corporate Governance, Dividend Pay out Policy, and the Interrelation between Dividends, and Capital Investment", *Journal of Banking and Finance*, 27 (7), 1297- 1321.

Gugler K. et Yurtoglu B., 2003, "Corporate Governance and Dividend Pay out Policy in Germany", *European Economic Review*, 47 (4), 731-758.

Hair J.F., Anderson R.E., Tatham R.L. et Black W.C., 1995, *Multivariate Data Analysis with Readings* (Prentice-Hall Inc., London), 4th Edition.

Hall B., 2000, "What You Need to Know About Stock Options", *Harvard Business Review*, 78 (2), 121-129.

Hall B. et Liebman J., 1998, "Are Ceos Really Paid Like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691.

Hambrick D. et Mason P.A., 1984, "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers", *Academy of Management Review*, 9, 193-206.

Hamon J., 1997, "Le Rachat D'actions : une Politique de Valorisation des Actions", Working Paper CEREG - Université Paris IX Dauphine, n°9801.

Hamon J. et Jacquillat B., 1992, *Le Marché Français des Actions. Etudes Empiriques 1977-1991* (Presses Universitaires de France).

Harris M. et Raviv A., 1988, "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, 20, 203-236.

Harrison J.R., Torres D.L. et Kukalis S., 1988, "The Changing of the Guard, Turnover and Structural Change in the Top Management Positions", *Administrative Science Quarterly*, 33, 211-232.

Hart O.D., 1983, "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", *Bell Journal of Economics*, 14 (2), 366-382.

Haugen R.A. et Senbet L.W., 1981, "Resolving the Agency Problems of External Capital through Options", *Journal of Finance*, 36 (3), 629-648.

Hausman J., 1978, "Specification Tests in Econometrics", *Econometrica*, 46, 1251-1271.

Hausman J. et Leibtag E., 2005, "Consumer Benefits from Increased Competition in Shopping Outlets:Measuring the Effect of Wal-Mart", Working Paper NBER, n°11809.

Healy P.M. et Palepu K.G., 1988, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Financial Economics*, 21, 149-175.

Helland E. et Sykuta M., 2005, "Who's Monitoring the Monitor? Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests?" *The Financial Review*, 40 (2), 155.

Herbin F., 2006, "Le Rachat D'actions : une Revue de la Littérature", *Congrès annuel de l'Association Française de Finance, AFFI*, Juin, IAE de Poitiers.

Hermalin B. et Weisbach M.S., 1988, "The Determinants of Board Composition", *RAND Journal of Economics*, 19, 589-606.

Hermalin B. et Weisbach M.S., 1991, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 20 (4), 101-112.

Himmelberg C.P., Hubbard R.G. et Palia D., 1999, "Understanding the Determinants of Ownership and the Link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

Hirschman A., 1970, *Exit, Voice and Loyalty* (Harvard University Press, Cambridge, Mass).

Hoechle D., 2006, "Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence", Working Paper The Stata Journal.

Holder M.E., Langrehr F.W. et Hexter J.L., 1998, "Dividend Policy Determinants : An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management*, 27 (3), 73-82.

Holderness C.G., 2003, "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *Economic Policy Review*, 9 (1), 51-63.

Holderness C.G. et Sheehan D.P., 1988, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations : An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.

Hotchkiss E.S. et Lawrence S., 2003, "Empirical Evidence on the Existence of Dividend Clienteles", Working Paper.

Hovakimian A., 2004, "The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchase", *Journal of Business*, 77 (4), 1041-1071.

Hovakimian A., Opler T. et Titman S., 2001, "The Debt-Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (1), 1-23.

Howe K., He J. et Kao G.W., 1992, "One Time Cash Flow Announcements and Free Cash Flow Theory : Share Repurchases and Special Dividends", *Journal of Finance*, 47 (5), 1963-1975.

Howe K.M., Vogt S. et He J., 2003, "The Effect of Managerial Ownership on the Short- and Long-Run Response to Cash Distributions", *The Financial Review*, 38 (2), 179-196.

Hsieh J. et Wang Q., à paraître, "Insiders' Tax Preferences and Firm's Choice between Dividends and Share Repurchases", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Hu A. et Kumar P., 2004, "Managerial Entrenchment and Payout Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (4), 759-790.

Huberman A.M. et Miles M.B., 2003, *Analyse des Données Qualitatives* (De Boeck Université, collection méthodes en sciences humaines), 2eme Édition.

Ikenberry D.L., Lakonishok J. et Vermaelen T., 1995, "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 39 (2/3), 181-208.

Ikenberry D.L., Lakonishok J. et Vermaelen T., 2000, "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading", *Journal of Finance*, 55, 2373-2397.

Jacquillat B. et Levasseur M., 1984, "Signaux, Mandats et Gestion Financière: une Synthèse de la Littérature", *Finance*, 5, Avril, 5-83.

Jagannathan M., Stephens C.P. et Weisbach M.S., 2000, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.

Jain R., 1999, "Institutional Investors Do Not Prefer Dividends: Individual Investors Do", Working Paper Temple University, Philadelphia.

Jain R., 2005, "Institutional and Individual Investor Preferences for Dividends and Share Repurchases", Working Paper SSRN, n°792565.

Jensen G., Solberg D. et Zorn T., 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (2), 247-263.

Jensen M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.

Jensen M., 1989, "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, 67 (5), 61-74.

Jensen M., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.

Jensen M. et Meckling W.H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Jensen M. et Murphy K., 1990, "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-264.

Jensen M. et Ruback R.S., 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), 5-50.

Jog V.M. et Srivastava A.K., 1994, "Corporate Financial Decision Making in Canada", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 11 (2), 156-176.

John K. et Williams J., 1985, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium", *Journal of Finance*, 40 (4), 1053-1070.

Johnson S., 1995, "Dividend Payout and the Valuation Effect of Bond Announcements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (3), 407-423.

Jolls C., 1998, "Stock Repurchases and Incentive Compensation", Working Paper NBER, n°6467.

Kahle K.M., 2002, "When a Buyback Isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options", *Journal of Financial Economics*, 63 (2), 235-261.

Kahneman D. et Tversky A., 1979, "Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47, 263-291.

Kahneman D. et Tversky A., 1982, "The Psychology of Preferences", *Scientific American*, 246, 167-173.

Kalay A., 1980, "Signaling, Information Content and the Reluctance to Cut Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15 (4), 855-869.

Kalay A., 1982, "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect", *Journal of Finance*, 37, 1059-1070.

Kale J.R. et Noe T.H., 1990, "Dividends, Uncertainty, and Underwritting Costs under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, 13 (265-277).

Kaplan S.N. et Minton B., 1994, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.

Karpoff J.M., 2001, "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", Working Paper SSRN.

Karpoff J.M., Malatesta P.H. et Walkling R.A., 1996, "Corporate Governance and Shareholder Initiatives : Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 42, 365-395.

Khanna T., Kogan J. et Palepu K., 2006, "Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis", *Review of Economics and Statistics*, 88 (1), 69-90.

Kinari Y., Ohtake F. et Tsutsui Y., 2007, "Time Discounting : Declining Impatience and Interval Effect", Working Paper The Institute of Social and Economic Research - Osaka University.

Kini O., Kracaw W. et Mian S., 1995, "Corporate Takeovers, Firm Performance and Board Composition", *Journal of Corporate Finance*, 1, 383-412.

Klein A., 1998, "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law & Economics*, 41 (1), 275-303.

Kumar P., 1988, "Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends", *Review of Financial Studies*, 1, 111-136.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A., 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54, 471-517.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., 2000a, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55 (1), February, 1-33.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W., 2000b, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58 (1/2), 3-27

Ladwein R., 1996, *Les Études Marketing* (Economica, Paris).

Lakonishok J. et Vermaelen T., 1986, "Tax-Induced Trading around Ex-Dividend Days", *Journal of Financial Economics*, 287-319.

Lambert R., Lanen W. et Larcker D., 1989, "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (4), 409-425.

Lang L. et Litzenberger R.H., 1989, "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 24 (1), 181-192.

Lang L., Ofek E. et Stulz R., 1996, "Leverage, Investment and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, 3-30.

Lang L., Stulz R. et Walkling R., 1991, "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics*, 29 (2), 315-336.

Lasfer M.A., 2002, "The Market Valuation of Share Repurchases in Europe", Working Paper City University Business School.

Le Maux J., 2003, "Les Bénéfices Privés : une Rupture de L'égalité entre Actionnaires", *Finance Contrôle Stratégie*, 6 (1), 63-92.

Le Maux J., 2004, "Les Déterminants de L'ampleur des Bénéfices Privés : un Test sur Données Françaises", *Finance Contrôle Stratégie*, 7 (2), 195-231.

Lease R.C., John K., Kalay A., Loewenstein U. et Sarig O.H., 2000, *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value* (Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts).

Lee B.-S. et Rui O.M., 2007, "Time-Series Behavior of Share Repurchases and Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (1), 119-142.

Lee Y.-T., Liu Y.-J., Roll R. et Subrahmanyam A., 2006, "Taxes and Dividend Clientele: Evidence from Trading and Ownership Structure ", *Journal of Banking and Finance*, 30 (1), 229-246.

Lehn K. et Poulsen A., 1989, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *Journal of Finance*, 44 (3), 771-787.

Lewellen W.G., Stanley R.C., Lease R.C. et Schlarbaum, 1978, "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *Journal of Finance*, 33 (5), 1385-1399.

Li W. et Lie E., 2006, "Dividend Changes and Catering Incentives", *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 293-308.

Lie E., 2000, "Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements", *Review of Financial Studies*, 13 (1), 219-248.

Lie E., 2002, "Do Firms Undertake Self-Tender Offers to Optimize Capital Structure ?" *Journal of Business*, 75 (4), 609-639.

Lie E., 2005a, "Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice", *Journal of Business*, 78 (6), 1-23.

Lie E., 2005b, "Operating Performance Following Dividend Decreases and Omissions", *Journal of Corporate Finance*, 12 (1), 27-53.

Lie E. et Heron R., 2007, "Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Executive Stock Option Grants?" *Journal of Financial Economics*, 83 (2), 271-295.

Liljeblom E. et Pasternack D., 2006, "Share Repurchases, Dividends, and Executive Options: The Effect of Dividend Protection", *European Financial Management*, 12 (1).

Lincoln et Guba, 1985, *Naturalistic Inquiry* (Sage, Beverly Hills, CA).

Lins K.V., 2000, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", Working Paper University of Utah.

Lins K.V. et Servaes H., 2000, "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Market?" Working Paper University of Utah.

Lintner J., 1956, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, 46 (2), May, 97-113.

Lipton M. et Lorsch J.W., 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, 48 (1), 59-77.

Lloyd W.P., Jahera J.S. et Page D.E., 1985, "Agency Costs and Dividend Payout Ratio", *Quarterly Journal of Business and Economics*, 19-29.

Long J., 1978, "The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider", *Journal of Financial Economics*, 6, 235-264.

Lucke M.O. et Pindur D., 2002, "Riding the Hat Curve - Why Shareholders Should Tender Their Shares in Fixed Price Tender Repurchase Programs", *Financial Markets and Portfolio Management*, 11, 358-377.

Maati J., 1998, "Le Conseil D'administration : Outil de Contrôle et D'ordonnancement Social des Firmes en France", *Congrès international de l'AFFI*.

Maati J., 1999, *Le Gouvernement D'entreprise* (DeBoeck Université).

Maddala G.S., 1987, "Limited Dependent Variable Models Using Panel Data ", *The Journal of Human Resources*, 22 (3), 307-338.

Manne H.G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73 (2), April, 110-120.

Martin K. et McConnel J., 1991, "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *Journal of Finance*, 46 (2), 671-687.

Massa M., Rehman Z. et Vermaelen T., 2007, "Mimicking Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 84 (3), 591-623.

Maury B. et Pajuste A., 2002, "Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland", *The Finish Journal of Business Economics*, 51 (1).

Maxwell W.F. et Stephens C.P., 2003, "The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders", *Journal of Finance*, 58 (2), 895-920.

May D.O., 1995, "Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?" *Journal of Finance*, 50 (4), 1291-1308.

McConnel J. et Servaes H., 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, 595 - 612.

Mehran H., 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.

Michaely R., Thaler R. et Womack K., 1995, "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?" *Journal of Finance*, 50 (2), 573-608.

Michaely R. et Vila J.L., 1995, "Investors' Heterogeneity, Prices, and Volume around the Ex-Dividend Day", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 171-198.

Michel A., 1979, "Industry Influence on Dividend Policy", *Financial Management*, 8 (3), Autumn, 22-26.

Michel A. et Shaked I., 1986, "Country and Industry Influence on Dividend Policy : Evidence from Japan and the USA", *Journal of Business Finance and Accounting* 13 (3), 365-382.

Miller M., 1986, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends", *Journal of Business*, 59 (4), 451-468.

Miller M. et Modigliani F., 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34, 411-433.

Miller M. et Rock K., 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.

Mitchell J.D., Dharmawan G.V. et Clarke A.W., 2001, "Managements' Views on Share Buy-Backs: An Australian Survey", *Accounting and Finance*, 41 (1/2), 93-129.

Modigliani F. et Miller M., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Modigliani F. et Miller M., 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction", *American Economic Review*, 53 (3), 433-443.

Moerland P., 1995, "Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 26.

Moh'd M.A., Perry L.G. et Rimbey J.N., 1995, "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy", *The Financial Review*, 30 (2), 367-385.

Montandrau S., 2004, *Activisme des Investisseurs Institutionnels, Gouvernement D'entreprise et Richesse de L'actionnaire: le Cas des Alertes de L'afg-Assfi sur les Sociétés Françaises Cotées*, Thèse de Doctorat, Université d'Aix Marseille III - IAE Aix en Provence, sous la direction de P. Batteau.

Morck R.A., Shleifer A. et Vishny R.W., 1988, "Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Morck R.A., Shleifer A. et Vishny R.W., 1989, "Alternative Mechanisms for Corporate Control", *American Economic Review*, 79, 842-852.

Moser W.J., à paraître, "The Effect of Shareholder Taxes on Corporate Payout Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Moussu C. et Thibierge C., 1997, "Politique Financière, Opportunités D'investissement et Actifs Incorporels en Europe: Théorie et Étude Empirique", *Banque et Marchés*, 30, sept-oct, 6-21.

Murphy K., 1998, "Executive Compensation", dans O. Ashenfelter et D. Card, *Handbook of Labor Economics*, (North-Holland, Amsterdam), 3.

Myers S., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing ", *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.

Nenova T., 2003, "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, 68 (3), 325-351

Netter J.M. et Mitchell M.L., 1989, "Stock Repurchases Announcements and Insider Transactions after the October 1987 Stock Market Crash", *Financial Management*, 18 (3), Autumn, 84-96.

Nissim D. et Ziv A., 2001, "Dividend Changes and Future Profitability", *Journal of Finance*, 56 (6), 2111-2133

Njiokou C., 1994, *Relations D'agence et Structure Financière des Entreprises: Théories et Tests Empiriques*, Thèse de Doctorat, UPMF - Grenoble, sous la direction de P. Dumontier.

Nohel T. et Tarhan V., 1998, "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flows", *Journal of Financial Economics*, 49, 187-222.

Noronha G.M., Shome D.K. et Morgan G.E., 1996, "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions", *Journal of Banking and Finance*, 20 (3), 439-455.

Nussenbaum M., 1997, "Valeur de L'entreprise et Structure de L'actionnariat", dans Yves Simon, *Encyclopédie des Marchés Financiers*, (Economica), 2030-2044.

Ofer A.R. et Siegel D.R., 1987, "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends", *Journal of Finance*, 42 (4), 889-911.

Oswald D. et Young S., 2005, "Open Market Share Reacquisitions, Surplus Cash, and Agency Problems", *AFA annual meeting*.

Page D.E., Jahera J.S. et Pugh W.N., 1996, "The Effect of Takevoer Defenses on the Dividend Decision", *Journal of Economics and Finance*, 20 (3), Fall, 49-58.

Palepu K.G., 1986, "Predicting Takeover Targets", *Journal of Accounting and Economics*, 8 (1), 3-35.

Palmon O. et Wald J.K., 2002, "Are Two Heads Better Than One? The Impact of Changes in Management Structure on Performance by Firm Size ", *Journal of Corporate Finance*, 8 (3), 213-226.

Papaioannou G. et Savarese C., 1994, "Corporate Dividend Policy Response to the Tax Reform Act of 1986", *Financial Management*, 23, 56-63.

Paquerot M., 1997, "Stratégies D'enracinement des Dirigeants, Performance de la Firme et Structure de Contrôle", dans G. Charreaux, *Le Gouvernement des Entreprises. Corporate Governance. Théories et Faits*, (Economica), 105-137.

Pellemans P., 1999, *Recherche Qualitative en Marketing, Perspective Psychoscopique* (DeBoeck Université).

Perez-Gonzalez F., 2003, "Large Shareholders and Dividends: Evidence from U.S. Tax Reforms", Working Paper Columbia University.

Pérez R., 2003, *La Gouvernance de L'entreprise* (La découverte, Collection Répères).

Perfect S. et Wiles K.W., 1994, "Alternative Constructions of Tobin's Q: An Empirical Comparison", *Journal of Empirical Finance*, 1, 313-341.

Perfect S.B., Peterson D.R. et Peterson P.P., 1995, "Self-Tender Offers: The Effects of Free Cash Flow, Cash Flow Signaling, and the Measurement of Tobin's Q", *Journal of Banking and Finance*, 19 (6), 1005-1023.

Perry T. et Shivdasani A., 2005, "Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring ", *Journal of Business*, 78 (4), 1403-1432.

Pettit R., 1972, "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance*, 27 (5), 993-1007.

Pettit R., 1977, "Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, 5, 419-436.

Peyer U.C. et Vermaelen T., 2005, "The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 75 (2), 361-395

Positions de l'Autorité des Marchés Financiers, 2005, "La Mise en Oeuvre du Nouveau Régime de Rachat D'actions Propres".

Poterba J. et Summers L., 1984, "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance*, 39 (5), 1397-1415.

Poulain-Rehm T., 2005, "L'impact de L'affectation du Free Cash Flow sur la Création de Valeur Actionnariale : le Cas de la Politique D'endettement et de Dividendes des Entreprises Françaises Cotées", *Finance Contrôle Stratégie*, 8 (4).

Rapport Annuel de l'AMF, 2005.

Rapport Annuel du CMF, 2002, "Les Offres Publiques".

Rau R. et Vermaelen T., 2002, "Regulation, Taxes and Share Repurchases in the United Kingdom", *Journal of Business*, 245-282.

Rediker K. et Seth A., 1995, "Board of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms", *Strategic Management Journal*, 16 (2), 85-99.

Renneboog L., 2000, "Ownership, Managerial Control and the Corporate Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange", *Journal of Banking and Finance*, 24, 1959-1995.

Renneboog L. et Trojanowski G., 2005a, "Control Structures and Payout Policy", Working Paper European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance n°80/2005.

Renneboog L. et Trojanowski G., 2005b, "Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of Uk Firms in the 1990s", Working Paper European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance, n°70/2005.

Revue de l'AMF, 2004, "Les Opérations de Rachat D'actions en France: Bilan Statistique", Autorités des Marchés Financiers.

Riley J., 1975, "Competitive Signaling", *Journal of Economic Theory*, 10, April, 174-186.

Rogers W.H., 1993, "Regression Standard Errors in Clustered Samples", *Stata Technical Bulletin*, 13, 19-23.

Ross S., 1977, "The Determination of Financial Structure : The Incentive Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8, Spring, 23-40.

Rozeff M., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-258.

Ryan H.E. et Wiggins R.A., 2004, "Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring", *Journal of Financial Economics*, 73 (3), September, 497-524

Scharfstein D., 1988, "The Disciplinary Role of Takeovers", *Review of Economic Studies*, 55 (182), 185-199.

Schooley D. et Barney L., 1994, "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *Journal of Financial Research*, 17, 363-373.

Seida J.A., 2001, "Evidence of Tax-Clientele-Related Trading Following Dividend Increases", *Journal of the American Taxation Association*, 23 (2), 1-21.

Sevestre P., 2002, *Econométrie des Données de Panel* (Dunod).

Shefrin H.M., 2001, "Behavioral Corporate Finance", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), 113-124.

Shefrin H.M. et Statman M., 1984, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*, 13, 253- 282.

Shefrin H.M. et Thaler R., 1981, "An Economic Theory of Self-Control", *Journal of Political Economy*, 89 (2), 392-410.

Shleifer A. et Vishny R.W., 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.

Shleifer A. et Vishny R.W., 1988, "Value Maximization and the Acquisition Process", *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 7-20.

Shleifer A. et Vishny R.W., 1989, "Management Entrenchment, the Case of Managers Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, 24 (1), 123-139.

Shleifer A. et Vishny R.W., 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

Short H., Zhang H. et Keasey K., 2002, "The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership", *Journal of Corporate Finance*, 8 (2), 105-122.

Singh M. et Davidson W.N., 2003, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms ", *Journal of Banking and Finance*, 27 (5), 793-816.

Smith C. et Warner J., 1979, "On Financial Contracting : An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, 7 (2), 117-161.

Smith C. et Watts R., 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, 32 (3), 263-292.

Smith M.P., 1996, "Shareholder Activism by Institutional Investors : Evidence from Calpers", *Journal of Finance*, 51 (1), 227-252.

Spence M., 1974, "Competitive and Optimal Responses to Signals : An Analysis of Efficiency and Distribution", *Journal of Economic Theory*, 7, March, 296-332.

Statman M., 1999, "Behaviorial Finance: Past Battles and Future Engagements", *Financial Analysts Journal*, 55 (6), Nov- Dec, 18-27.

Stephens C.P. et Weisbach M.S., 1998, "Actual Share Reacquisitions in Open Market Repurchases Programs", *Journal of Finance*, 53 (313-333).

Stiglitz J. et Edlin A., 1992, "Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies", Working Paper NBER, n°4145.

Stouraitis A. et Wu L., 2004, "The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem", *Conférence de l'Association Française de Finance*, Décembre.

Strickland D., 1996, "Determinants of Institutional Ownership: Implications for Dividend Clienteles", Working Paper Ohio State University, Columbus OH.

Strickland D., Wiles K.W. et Zenner M., 1996, "A Requiem for the USA Is Small Shareholder Monitoring Effective?" *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 319-338.

Stulz R., 1988, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), 25-54.

Subramanian N., Chakraborty A. et Sheikh S., 2002, "Performance Incentives, Performance Pressure and Executive Turnover", Working Paper SSRN.

Thiétart R.A., 1999, *Méthodes de Recherche en Management* (Dunod).

Thomsen S., 2005, "Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in Continental Europe", *European Financial Management Symposium*, April 28-30, Leeds, United Kingdom.

Thomsen S. et Pedersen T., 2000, "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705.

Tirole J., 2006, *The Theory of Corporate Finance* (Princeton University Press).

Tobin J., 1958, "Estimation of Relationship for Limited Dependent Variables", *Econometrica*, 26, 24-36.

Vermaelen T., 1981, "Common Stock Repurchases and Market Signaling - an Empirical Study", *Journal of Financial Economics*, 9 (2), 139-183.

Vermaelen T., 1984, "Repurchase Tender Offers, Signaling,and Managerial Incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19 (2), 163-181.

Vermaelen T., 2005, *Share Repurchases* (Now Publishers, Foundations and Trends in Finance).

Vernimmen P., Query P. et Le Fur Y., 2005, *Finance D'entreprise* (Dalloz), 6eme Édition.

Wahal S., 1996, "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1), 1-23.

Wansley J.M., Lane W.R. et Sarkar S., 1989, "Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums", *Financial Management*, 18, Autumn, 97-110.

Watts R., 1973, "The Information Content of Dividends", *Journal of Business*, 46 (2), 191-211.

Weisbach M.S., 1988, "Outside Directors and Ceo Turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Weisbenner S., 2002, "Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?" *AFA annual Meetings*, Atlanta

Wirtz P., 2006, ""Meilleures Pratiques" de Gouvernance et Création de Valeur : une Appréciation Critique des Codes de Bonne Conduite." dans G. Charreaux et Peter Wirtz, *Gouvernance des Entreprises. Nouvelles Perspectives.,* (Economica), 253-271.

Wonnacott T.H. et Wonnacott R.J., 1995, *Statistique* (Economica), 4ème Édition.

Wouters J., 2003, *Les Dividendes, la Fiscalité et les Comportements Opportunistes.* (Larcier, Collection Financiële Cahiers Financiers).

Yermack D., 1996, "Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.

Yermack D., 2005, "Flights of Fancy: Corporate Jets, Ceo Perquisites, and Inferior Shareholder Returns", *AFA annual meeting*.

Yoon P.S. et Starks L., 1995, "Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements", *Review of Financial Studies*, 8 (4), 995-1018.

Yoshimori M., 1995, "Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West", *Long Range Planning*, 28 (4), 33-44.

Zingales L., 1995, "What Determines the Value of Corporate Votes", *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1047-1073.

Zwiebel J., 1996, "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment", *American Economic Review*, 86, 1197-1215.

TABLE DES MATIERES DES ANNEXES

ANNEXE 1 - MODELISATION DE LA SIMILITUDE DES EFFETS ENTRE DIVIDENDE ET RACHAT D'ACTIONS DANS LE CADRE DE MARCHES PARFAITS ET EFFICIENTS 506

ANNEXE 2 - COMPARAISON POUR LES PARTICULIERS DE L'IMPOSITION SUR LE DIVIDENDE ET SUR LE RACHAT D'ACTIONS EN FRANCE 510

ANNEXE 3 - GUIDE D'ENTRETIEN UTILISE POUR L'ETUDE QUALITATIVE 515

ANNEXE 4 - DESCRIPTION DES CATEGORIES ISSUES DE L'ETUDE QUALITATIVE 519

ANNEXE 5 - ETUDE DES CORRELATIONS ENTRE VARIABLES EXPLICATIVES DU MODELE 1 539

ANNEXE 6- ANALYSES BIVARIEES DU MODELE 1 543

ANNEXE 7 - INFLUENCE DU CONTROLE DU SECOND ACTIONNAIRE SELON SON IDENTITE 551

ANNEXE 8 - INFLUENCE DES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL DANS LES ENTREPRISES SANS ACTIONNAIRE MAJORITAIRE.....552

ANNEXE 9 – REGRESSIONS FINALES DU PREMIER MODELE AVEC POUR VARIABLE A EXPLIQUER, LE TAUX DE RENDEMENT CALCULE A PARTIR DES RACHATS ANNULES 554

ANNEXE 1 - MODELISATION DE LA SIMILITUDE DES EFFETS ENTRE DIVIDENDE ET RACHAT D'ACTIONS DANS LE CADRE DE MARCHES PARFAITS ET EFFICIENTS

Une modélisation simple permet de démontrer la similitude des effets des deux instruments de distribution (dividende et rachat) pour les actionnaires et pour l'entreprise. La valeur après distribution de l'entreprise et de la richesse des actionnaires ne varie pas selon l'outil de distribution. Pour l'actionnaire, seule la répartition entre liquidités et capital va varier. Dans le cas du rachat, l'actionnaire choisit de participer et détermine donc le niveau de liquidités qu'il désire.

Démontrons, dans le cadre de marchés parfaits et efficients, cette hypothèse:

Soit 2 périodes : avant la distribution, t = 0 et après la distribution, t =1.

Soit une firme ayant les caractéristiques suivantes :

Soit V_t, sa valeur en t

Soit N_t, le nombre d'actions composant le capital en t

Soit v_t, la valeur d'une action en t. $v_t = \frac{V_t}{N_t}$

Soit D, le montant de la distribution de dividende ou du rachat d'action

Soit d, le dividende unitaire. $d = \frac{D}{N_0}$

La valeur de l'entreprise après la distribution est égale à :

$$V_1 = V_0 - D \qquad (1)$$

Soit un actionnaire lambda dont voici les caractéristiques :

Soit R_t, son niveau de sa richesse en t

Soit X_t, le nombre d'actions de l'entreprise qu'il possède en t

La richesse de l'actionnaire avant la distribution s'écrit :

$$R_0 = X_0 \frac{V_0}{N_0} \qquad (2)$$

** Dans le cas d'un versement de dividende :*

Si la firme décide de distribuer un dividende, le nombre d'actions composant le capital de la firme ne varie pas. Donc $N_1 = N_0$ (3)

De même, on suppose alors que l'actionnaire qui souhaite recevoir des liquidités ne vendra pas d'actions. Donc,

$$X_0 = X_1 \qquad (4)$$

La richesse de l'actionnaire en 1 s'écrit comme suit :

$$R_1 = X_1 v_1 + X_0 d = X_1 \frac{V_1}{N_1} + X_0 \frac{D}{N_0} \qquad (5.1)$$

En remplaçant V_1 par sa valeur dans (1), et sachant (3) et (4), on obtient :

$$R_1 = X_0 \frac{V_0 - D}{N_0} + X_0 \frac{D}{N_0} = X_0 \frac{V_0}{N_0} = R_0 \qquad (5.2)$$

On vérifie bien que $R_1 = R_0$.

La richesse de l'actionnaire n'est donc pas modifiée par la distribution, seule la répartition entre liquidités et capital a changé. Ceci est vrai pour tout actionnaire de la firme.

** Dans le cas d'un rachat d'actions :*

Afin de distribuer D, la firme rachète un nombre d'actions M, fonction de la distribution D et du cours de l'action en 0, v_0.

$$M = \frac{D}{v_0} = \frac{D}{\frac{V_0}{N_0}} \qquad (6)$$

Les actions rachetées par l'entreprise sont annulées. Sachant (6), le nombre d'actions en 1 peut s'écrire :

$$N_1 = N_0 - M = N_0 - \frac{D}{\frac{V_0}{N_0}} = \frac{N_0}{V_0}(V_0 - D) \qquad (7)$$

La valeur de l'action devient donc :

$$v_1 = \frac{V_1}{N_1} = \frac{V_0 - D}{N_1} \qquad (8)$$

Afin de calculer l'effet du rachat d'action pour les actionnaires y participant et ceux n'y participant pas, nous faisons l'hypothèse de deux actionnaires lambda A et B : A ne participe pas au rachat, B y participe.

Calculons tout d'abord la richesse de l'actionnaire A :

Etant donné qu'il ne participe pas au rachat, son nombre d'actions ne varie pas :

$$X_0 = X_1 \quad (9)$$

La richesse de l'actionnaire A en 1 s'écrit comme suit :

$$R_1 = X_1 v_1 = X_1 \frac{V_1}{N_1} \quad (10.1)$$

En remplaçant V_1 par sa valeur dans (1) et N_1 par sa valeur dans (7), on obtient :

$$R_1 = X_0 \frac{V_0 - D}{N_1} = X_0 \frac{V_0 - D}{\frac{N_0}{V_0}(V_0 - D)} = X_0 \frac{V_0}{N_0} = R_0 \quad (10.2)$$

On vérifie bien que $R_1 = R_0$.

La richesse de l'actionnaire n'est donc pas modifiée par la distribution.

Calculons maintenant la richesse de l'actionnaire B :

B vend un nombre d'actions égal à $[X_0\text{-}X_1]$, au prix v_0.

La richesse de l'actionnaire B en 1 s'écrit comme suit :

$$R_1 = X_1 v_1 + [X_0 - X_1] v_0 = X_1 \frac{V_1}{N_1} + [X_0 - X_1] \frac{V_0}{N_0} \quad (11.1)$$

En remplaçant, V_1 par sa valeur dans (1) et N1 par sa valeur dans (7), on obtient :

$$R_1 = X_1 \frac{(V_0 - D)}{\frac{N_0}{V_0}(V_0 - D)} + X_0 \frac{V_0}{N_0} - X_1 \frac{V_0}{N_0} = X_0 \frac{V_0}{N_0} = R_0 \quad (11.2)$$

On vérifie bien que $R_1 = R_0$.

La richesse de l'actionnaire n'est donc pas modifiée par la distribution, seule la répartition entre liquidités et capital a changé.

Cette modélisation montre que la distribution ne modifie pas la richesse des actionnaires. Le rachat et le dividende ont le même effet sur la richesse des actionnaires et c'est pour cela qu'on les considère comme deux éléments de distribution.

Il est important de préciser que cette conclusion n'est valable que si les actions rachetées sont annulées. Pour vérifier cela, modélisons les conséquences pour les actionnaires A et B d'un rachat sans annulation.

** Dans le cas d'un rachat d'actions sans annulation:*

Si il n'y a pas d'annulation, alors $N_1=N_0$

Dans l'hypothèse où les actions rachetées ne sont pas revendues, en reprenant l'équation (10.1) de la richesse de l'actionnaire A et en tenant compte de l'équation ci-dessus et de (1), on obtient :

$$R_1 = X_1\frac{V_0 - D}{N_1} = X_1\frac{V_0 - D}{N_0} = X_1\frac{V_0}{N_0} - X_1\frac{D}{N_0} = R_0 - X_1\frac{D}{N_0} \qquad (12)$$

De même pour l'actionnaire B, en reprenant (11.1), on obtient :

$$R_1 = X_1\frac{V_1}{N_1} + [X_0 - X_1]\frac{V_0}{N_0} = X_1\frac{(V_0 - D)}{N_0} + [X_0 - X_1]\frac{V_0}{N_0}$$

$$R_1 = X_1\frac{V_0}{N_0} - X_1\frac{D}{N_0} + X_0\frac{V_0}{N_0} - X_1\frac{V_0}{N_0} = X_0\frac{V_0}{N_0} - X_1\frac{D}{N_0} = R_0 - X_1\frac{D}{N_0} \qquad (13)$$

Ainsi, si l'entreprise n'annule pas les actions qu'elle rachète, le dividende et le rachat ne sont plus équivalents. Le rachat va entraîner une variation de la richesse de l'actionnaire selon l'utilisation faite par l'entreprise des actions rachetées. Si les actions sont distribuées gratuitement à des individus non actionnaires, par exemple les salariés alors l'actionnaire subit une perte de valeur proportionnelle au montant de la distribution et à sa détention. Au contraire, si l'entreprise revend les actions rachetées sur le marché à un prix supérieur, alors la sortie de cash liée au rachat est plus que compensée par une entrée de cash liée à la revente. Cela entraîne une augmentation de la richesse de l'actionnaire.

On ne peut donc parler de distribution certaine de cash aux actionnaires que dans le cas d'un rachat avec annulation.

ANNEXE 2 - COMPARAISON POUR LES PARTICULIERS DE L'IMPOSITION SUR LE DIVIDENDE ET SUR LE RACHAT D'ACTIONS EN FRANCE

Modélisation :

Soit X, le montant de la distribution sous forme de rachat ou de dividende

Soit t_r, le montant de l'impôt sur les plus-values

Soit t_d, le montant de l'impôt sur les dividendes

Imposition du rachat :

C'est la plus-value réalisée qui est imposée.

Soit B, le prix d'achat du titre

La plus-value imposée est de : X - B

Si X > 15 000 euros, le montant de l'imposition est de :

$$I_r = (X - B)\, t_r$$

Imposition du dividende :

Le montant de l'imposition est le suivant :

Avant 2005 : Avoir fiscal de 50%

$$I_d = (X + 0{,}5\ X)\, t_d - 0{,}5X$$

Après 2005 : Abattement forfaitaire de 50% pour 2005 et 40% à partir de 2006 + 1525 euros d'abattement forfaitaire

Le crédit d'impôt est négligé car il est plafonné très bas (115 euros)

$$I_d = 0{,}5\ X\ t_d - 1525$$

Application :

$t_r = 27\%$

t_d dépend de la tranche d'imposition, voici les tranches d'imposition de 2000 à 2005.

Nous considérons que le dividende vient en sus des revenus et est imposé au taux marginal d'imposition.

Tranche d'imposition	2000	2001	2002	2003 et suivantes	Moyenne sur 6 ans
1	8,25%	7,50%	7,05%	6,83%	7,22%
2	21,75%	21%	19,74%	19,14%	19,99%
3	31,75%	31%	29,14%	28,26%	29,45%
4	41,75%	41%	38,54%	37,38%	38,91%
5	47,25%	46,75%	43,94%	42,62%	44,30%
6	53,25%	52,75%	49,58%	48,09%	49,98%

Nous traçons un graphique grâce aux hypothèses suivantes :

Plusieurs valeurs de B sont retenues

B = 0,1X

B = 0,3X

B = 0,5X

B = 0,7X

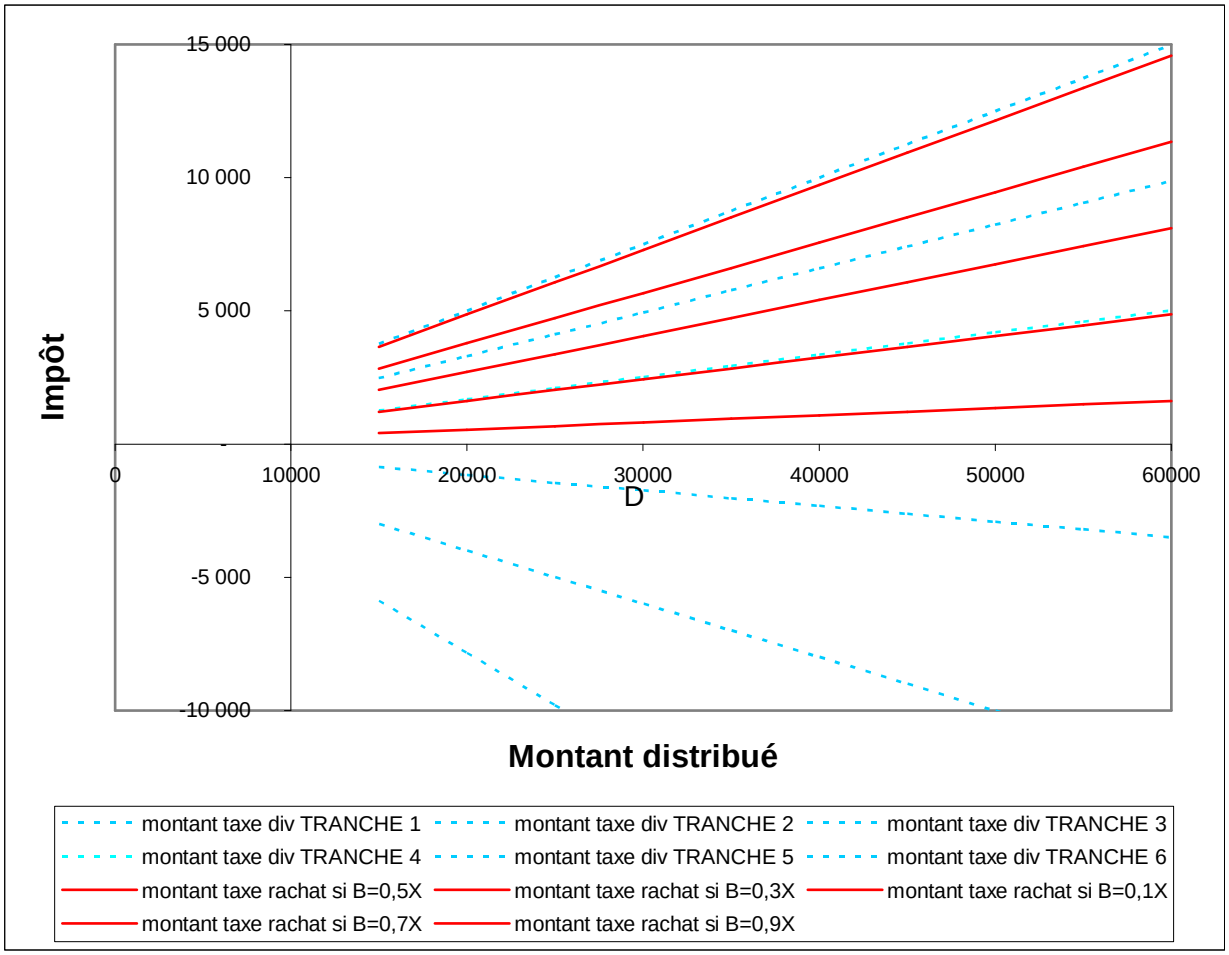
B = 0,9X

La moyenne des tranches d'impositions sur les 6 années est utilisée.

Remarque :

Nous prenons un X minimum de 15 000 euros sinon le rachat n'est pas imposé. De même, nous prenons une X > B, sinon il n'y a pas de plus-value et le rachat n'est pas imposé.

Avant 2005, avec l'avoir fiscal



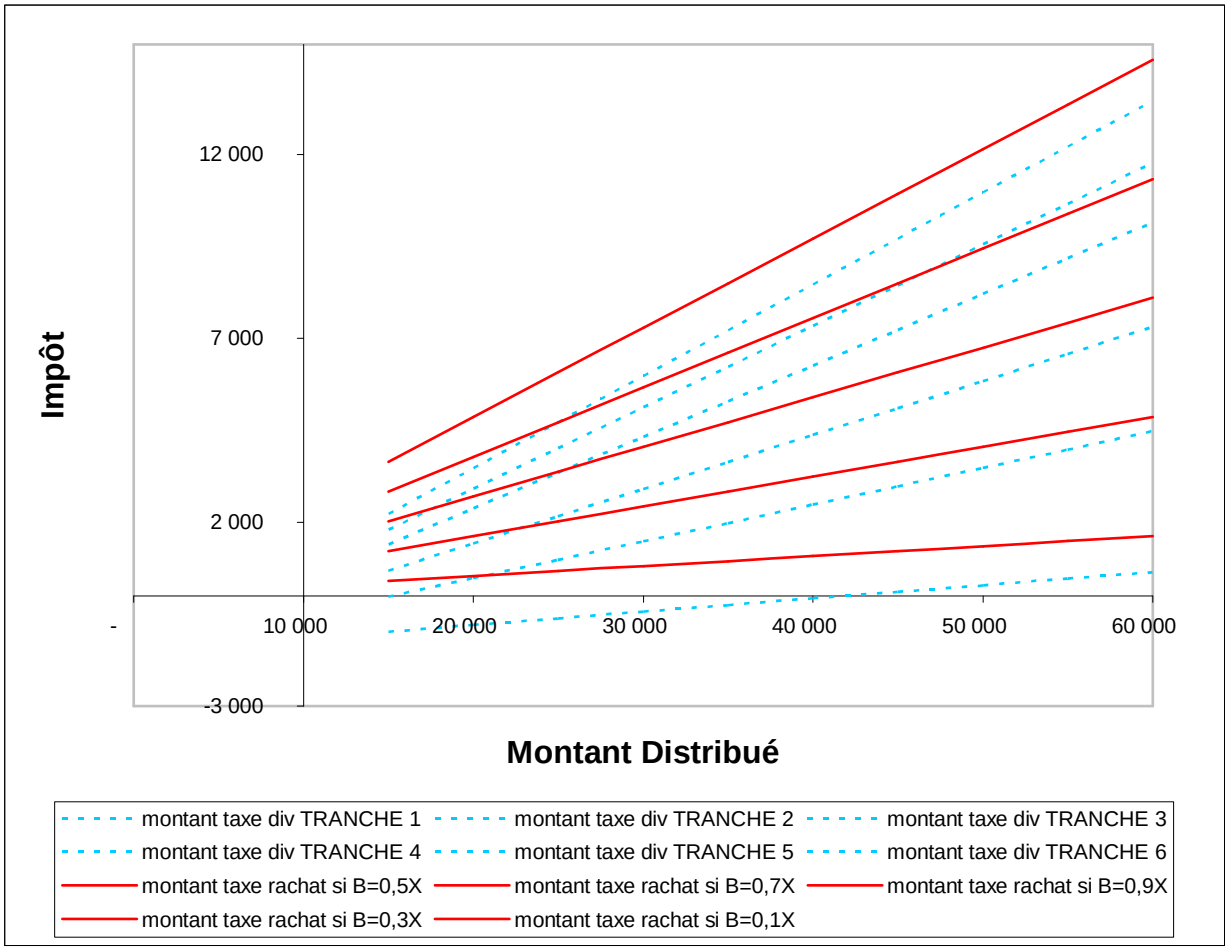
Commentaires :

Avant 2005, en présence d'un avoir fiscal, l'imposition du dividende est toujours plus faible que celle du rachat pour les tranches basses de l'impôt sur le revenu (1 à 3). Elle est toujours plus forte que celle du rachat pour la tranche supérieure d'impôt sur le revenu (6).

Si la plus-value sur le rachat est faible (B > 0,5 X) l'imposition du dividende est toujours plus forte pour les tranches supérieures d'impôt sur le revenu (4, 5 et 6).

Si la plus-value sur le rachat est forte (B < 0,5X), l'imposition du dividende est plus faible pour les tranches 4 et 5 d'impôt sur le revenu.

Après 2005, avec l'abattement proportionnel de 50% et forfaitaire de 1525 euros



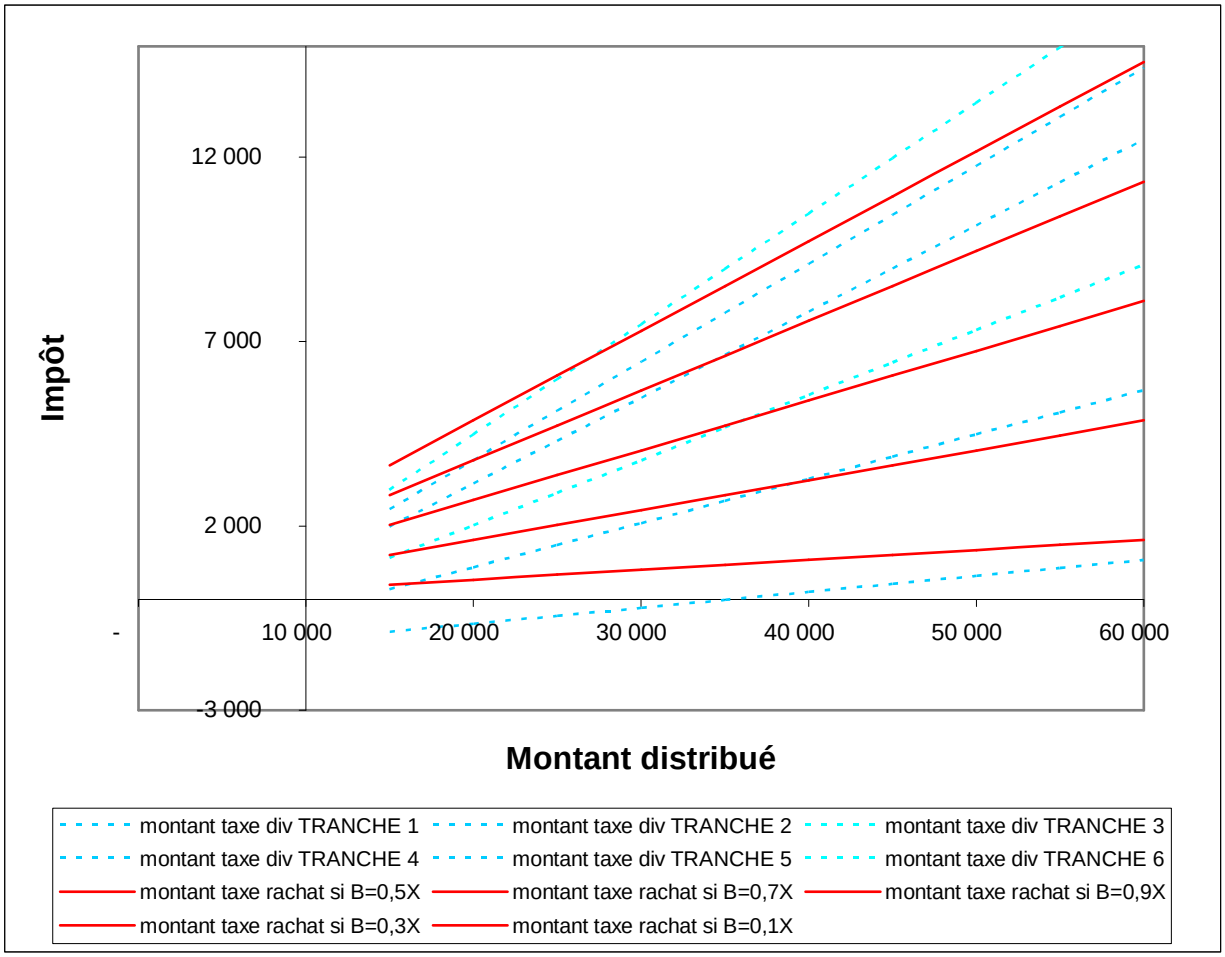
Commentaires :

Après 2005, en présence d'un abattement de 50%, l'imposition du dividende est toujours plus faible que celle du rachat pour la tranche basse (1) de l'impôt sur le revenu.

Si la plus-value sur le rachat est forte (B = 0,1X), l'imposition du dividende est toujours plus faible.

Ensuite, la situation varie selon les montants distribués.

Après 2005, avec l'abattement proportionnel de 40% et forfaitaire de 1525 euros



Commentaires :

Après 2005, en présence d'un abattement de 40%, la situation est assez comparable à celle avec un abattement de 50%.

ANNEXE 3 - GUIDE D'ENTRETIEN UTILISE POUR L'ETUDE QUALITATIVE

1. Guide d'entretien : Variante pour les managers

Thème 1

Objet	Comprendre le Processus de décision des politiques de distribution
Question	**1. Comment se prend la décision d'une distribution de liquidités aux actionnaires ?** *Quel est le processus de décision ? Qui prend les décisions de distribution ? Un décideur (ou un organe de décision) influence-t-il plus particulièrement la décision ? Qui ratifie la décision ? Des consultants participent-ils à la décision ?* **2. Le processus est-il le même pour les dividendes et les rachats ?** *Comment se fait la mise en œuvre du rachat ?* *Qui décide de sa mise en œuvre ?* **3. Spécificité du processus** *En quoi votre entreprise est-elle spécifique sur ce processus ?* *En quoi se différencie- t-elle d'autres entreprises ?*
Points à aborder	Rôle du Président, du directeur général, du directeur financier, du conseil d'administration. Différence de processus entre rachat et dividende. Particularités du processus.

Thème 2 :

Objet	Comprendre les facteurs explicatifs des politiques de distribution, à travers les décisions ordinaires mais aussi des situations délicates qui peuvent mettre en avant plus profondément les facteurs essentiels.
Question	**1. Le processus de décision est-il délicat ?** **Si oui, Pouvez-vous, par exemple, me raconter une décision particulièrement difficile ou marquante ? Si non, pouvez vous me raconter la dernière décision de distribution ?** *Pourquoi utilisez-vous des dividendes ? Pourquoi utilisez-vous des rachats ?* *Quels éléments ont influencé la décision de distribution ? Quels éléments financiers?* *Que pensent les actionnaires des dividendes ? Que pensent les actionnaires des rachats ?* *Comment sont imposés vos actionnaires sur les distributions que vous faites ? Cela a-t-il un effet sur la politique de distribution choisie ? Cherchez-vous à attirer certains actionnaires en particulier ?* *Dividendes et rachats d'actions sont-ils deux instruments de distribution? Faites-vous un choix entre dividende et rachat ? Comment se fait le choix ?* **2. Particularités de l'entreprise et des dirigeants** *En quoi cet épisode est spécifique à votre entreprise ? Existe-t-il une culture ou un avis partagé dans votre entreprise vis à vis de la distribution ? Votre entreprise distribue-t-elle depuis longtemps ? L'influence d'une personne est-elle plus forte ?* *Si oui : Quelles spécificités ou caractéristiques du décideur influencent la décision de distribution ? Quelles spécificités ou caractéristiques du décideur expliquent les particularités de vos décisions de distribution ? études ou éducation reçue, caractère ou personnalité*
Points à aborder	Importance des variables classiques de la littérature. Point de vue des managers sur la vision des actionnaires sur la distribution et sur les actionnaires. Différence de facteurs entre rachat et dividende.

Thème n°3

Objet	Comprendre l'influence des actionnaires, les influences extérieures, le poids du marché.
Question	**Quelle opposition pourriez-vous (ou avez-vous) rencontrer(é) dans les décisions de distribution ?** *Quelle a été (est) l'influence des actionnaires ? Quelle personne ou organisation pourrait remettre en cause votre décision ?*
Points à aborder	Rôle des actionnaires, influence du marché.

2. Guide d'entretien : Variante pour le président d'une association d'actionnaires minoritaires

Thème 1

Objet	Place des actionnaires minoritaires dans le processus de décision. Visions des actionnaires minoritaires sur le processus interne de décision.
Question	**1. Quelle est la place des actionnaires dans le processus de décision des dividendes ou des rachats d'action ? Pouvez-vous me raconter un cas de distribution où le pouvoir des actionnaires a été fort ou au contraire menacé ?** *A quel moment les actionnaires sont-ils consultés ? En aval ou en amont de la décision ? Ont-ils déjà fait annuler des décisions de rachat ou de dividende ?* **2. En interne, qui prend les décisions de distribution ?** *Qui ratifie la décision ? Quel est le rôle du Conseil d'Administration (ou du directoire) ? Quel est le rôle du PDG ? Quel est le rôle du Directeur Général ? Quel est le rôle du Directeur Financier ?* *Quelle personne ou organisation pourrait remettre en cause la décision ?* *Existe-t-il des similitudes dans la façon dont sont décidées les distributions de dividendes et de rachats ?* *Est-ce que cela dépend des entreprises ? Est-ce que cela dépend des managers ?*
Point à aborder	Rôle des actionnaires, préoccupations des actionnaires. Différence entre rachat et dividende. Particularités éventuelles des managers ou des entreprises.

Thème 2

Objet	Etudier le point de vue des actionnaires minoritaires sur les distributions de dividendes ou les programmes de rachat, leur perception des décisions et les éléments importants pour eux.
Question	**1. Quel est le point de vue des actionnaires sur les dividendes et les rachats d'actions ?** *Quel est le point de vue des actionnaires sur les dividendes ? Quel est leur sentiment à propos des dividendes ? Et des rachats ?* *Pour vous, quels rapports existent entre dividendes et rachats d'actions ?* *Pour eux, le rachat est-il une forme de distribution comme les dividendes ? Dividendes et rachats d'actions sont-ils substituables aux yeux des actionnaires ?* **2. Motivations perçues par les actionnaires de la décision de distribution.** *A votre avis, pourquoi les entreprises distribuent-elles des dividendes ? Et pourquoi procèdent-elles à des rachats ?* *Est-ce que cela dépend des managers ? Est-ce que cela dépend des entreprises ?* **3. Différences entre actionnaires** *Pensez-vous que les actionnaires soient traités de façon égalitaire du point de vue de la distribution? Certains actionnaires sont-ils mieux considérés que d'autres ?* *Comment est imposée la majorité des actionnaires sur les dividendes ? Sur les rachats ?* *Est-ce que, du fait des taxes, les actionnaires préfèrent l'un ou l'autre des modes de distribution ?* *Avez-vous le sentiment que les entreprises prennent en compte l'imposition des actionnaires ?*
Points à aborder	Différence entre rachat et dividende. Perceptions principales des actionnaires minoritaires.

3. Guide d'entretien : Variante pour l' analyste financier

Thème 1 :

Objet	Savoir comment sont interprétées les politiques de distribution par le marché et par les analystes.
Question	**1. Quelle interprétation faites-vous des politiques de distribution ?** *Comment interprétez-vous une distribution de dividende ? Comment interprétez-vous un programme de rachat ? Comment interprétez-vous la mise en œuvre du rachat ?* *Quel signal la distribution envoie-t-elle ? Dividendes et rachats d'actions sont-ils deux instruments de distribution ?* **2. Quelles sont les motivations des entreprises à distribuer ?** *Pourquoi les entreprises utilisent des dividendes ? Pourquoi les entreprises utilisent des rachats ?*
Points à aborder	Différences entre rachat et dividende. Signal envoyé par les distributions.

Thème 2 :

Objet	Mettre en avant les déterminants des politiques de distribution. Comment et pourquoi les entreprises décident-elles de distribuer ?
Question	**Quels éléments influencent la décision de distribution ?** *A votre avis, quels éléments influencent la décision de distribution ?* *Quels éléments financiers ? (flexibilité, stock-options, niveau d'endettement, taxe)* *Quels éléments propres à l'entreprise influencent la forme de la distribution ?* *Est-ce que la culture de l'entreprise influence la forme de la distribution ?* *L'influence d'une personne est-elle plus forte ?* *Si oui : Quelles spécificités ou caractéristiques du décideur peuvent influencer la décision de distribution ? Etudes ou éducation reçue, Caractère ou personnalité*
Points à aborder	Différence entre rachat et dividende. Importance des facteurs théoriques. Facteurs comportementaux ou culturels.

Thème 3 :

Objet	Influences externes sur le processus de décision.
Question	**1. Qui influence les décisions des entreprises ?** *Quelle est l'influence des actionnaires sur ces décisions ? Que pensent les actionnaires des dividendes ?* **2. Quelle est l'influence des analystes financiers ?** *Quelle est votre influence sur ces décisions ? Parlez-vous directement aux entreprises ? Cherchez-vous à les faire prendre une décision particulière ?*
Points à aborder	Différence entre rachat et dividende.

ANNEXE 4 - DESCRIPTION DES CATEGORIES ISSUES DE L'ETUDE QUALITATIVE

Voici les 4 grandes catégories et leurs sous catégories issues du travail de codage de nos entretiens. Nous spécifions le critère d'attribution d'un thème à une catégorie, ainsi que le nombre de répondants ayant évoqué le thème, le nombre de fois où le thème a été évoqué ainsi que la fréquence du thème au sein de sa catégorie ou de sa sous catégorie.

CATEGORIE I : PROCESSUS DE DECISION

Cette catégorie concerne ce qui a trait à la façon dont est décidée la politique de distribution. Peu de littérature explore ce sujet et nous sommes donc ici dans une recherche de type exploratoire.

1. Identité du décideur

Tous les éléments du discours qui permettent de connaître l'identité des décideurs sont classés dans cette catégorie.

Qui prend la décision de dividendes ?	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Président	L'interviewé spécifie le poids du président dans la décision de distribution de dividendes.	4 / 5 / 6%
Conseil d'administration	L'interviewé spécifie le poids du conseil d'administration dans la décision de distribution de dividendes.	11 / 38 / 48%
Direction générale ou directeur général	L'interviewé spécifie le poids de la direction générale ou du directeur général dans la décision de distribution de dividendes.	6 / 11 / 14%
Direction financière ou directeur financier	L'interviewé spécifie le poids de la direction financière ou du directeur financier dans la décision de distribution de dividendes.	4 / 9 / 11%
Actionnaire principal	L'interviewé spécifie le poids de l'actionnaire principal dans la décision de distribution de dividendes.	3 / 3 / 4%
Assemblée générale des actionnaires	L'interviewé spécifie le poids de l'assemblée générale des actionnaires dans la décision de distribution de dividendes.	4 / 7 / 11%
Directoire	L'interviewé spécifie le poids du directoire dans la décision de distribution de dividendes.	1 / 1 / 1%
Comité d'audit	L'interviewé spécifie le poids du comité d'audit dans la décision de distribution de dividendes.	1 / 3 / 4%

Qui prend la décision de rachat ?	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Président	L'interviewé spécifie le poids du président dans la décision de voter un programme de rachat.	2 / 4 / 16%
Conseil d'administration	L'interviewé spécifie le poids du conseil d'administration dans la décision de voter un programme de rachat.	4 / 8 / 32%
Direction financière ou directeur financier	L'interviewé spécifie le poids de la direction financière ou du directeur financier dans la décision de voter un programme de rachat.	2 / 4 / 16%
Assemblée générale des actionnaires	L'interviewé spécifie le poids de l'assemblée générale des actionnaires dans la décision de voter un programme de rachat.	4 / 6 / 24%
Directoire	L'interviewé spécifie le poids du directoire dans la décision de voter un programme de rachat.	1 / 3 / 12%

Qui décide de mettre en œuvre le rachat ?	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Président	L'interviewé spécifie le poids du président dans la décision de mettre en oeuvre un programme de rachat.	2 / 2 / 22%
Conseil d'administration	L'interviewé spécifie le poids du conseil d'administration dans la décision de mettre en oeuvre un programme de rachat.	2 / 2 / 22%
Direction financière ou directeur financier	L'interviewé spécifie le poids de la direction financière ou du directeur financier dans la décision de mettre en œuvre un programme de rachat.	3 / 4 / 44%
Ce n'est pas l'assemblée générale des actionnaires	L'interviewé spécifie le faible poids de l'assemblée générale des actionnaires dans la décision de mettre en oeuvre un programme de rachat.	1 / 1 / 11%

2. Rôle des autres personnes participant à la décision

Cette catégorie est affectée si l'interviewé décrit un rôle autre que celui de décideur, à propos d'une entité.

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Rôle du président	Le président a un rôle de conseiller sur la décision mais ne décide pas seul.	3 / 3 / 3%
Rôle du Conseil d'administration	Au delà de la décision de la politique de distribution, le conseil d'administration s'occupe pour ces politiques de l'affectation du résultat, de la prise en compte des désirs des actionnaires. Le conseil ajuste le dividende proposé par les services financiers pour tenir compte de ce que veulent les actionnaires.	10 / 23 / 23%
Rôle limité de l'assemblée générale des actionnaires	Ce code est affecté si l'interviewé insiste sur le fait que l'AG a peu de pouvoir, même si la loi lui en confère. Les principaux actionnaires sont présents au CA et la résolution est donc suivie.	8 / 18 / 18%
Banquiers conseils	L'interviewé spécifie que l'entreprise se fait aider par des banquiers conseils pour définir sa politique de distribution.	4 / 5 / 5%
Rôle de la direction financière	DETAILLE CI-DESSOUS	11 / 50 / 51%

Rôle de la direction financière	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Conseiller	La direction financière (ou le directeur financier) a un rôle de conseiller dans la décision : elle prépare le dossier technique (analyse des principaux critères financiers influençant la distribution) et conseille sur la proposition de dividende.	10 / 30 / 60%
Recherche théorique	La direction financière étudie les aspects théoriques des distributions et les vulgarise pour aider à les mettre en œuvre. La direction financière a pour rôle de se tenir au courant des recherches scientifiques.	2 / 5 / 10%
Initiateur	La décision de rachat ou de dividende émane de la direction financière. Elle ne prend pas la décision mais en soumet l'idée.	2 / 4 / 8%
Investor relations	La direction financière a en son sein une unité chargée de s'occuper des relations avec les investisseurs, de connaître leur désir, leurs envies... et de faire remonter ces infos pour aider lors de la prise de décision.	2 / 4 / 8%
Ne décide pas	La direction financière ne participe pas à la décision finale, la distribution ne résulte pas d'un choix de la direction financière.	3 / 7 / 14%

3. Qualification du processus

Cette catégorie rassemble les unités d'analyse qui transmettent le sentiment général de l'interviewé sur la décision de politique de distribution ou le processus attaché.

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/**
Sentiment d'être un cas particulier	L'interviewé a le sentiment que dans son entreprise, la politique de distribution ou le processus de décision est différent que dans d'autres entreprises. Ce sentiment d'exception peut être lié à une particularité de l'entreprise, de son secteur ou de ses dirigeants.	7 / 11

Niveau de complexité du processus	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Simple	Le processus de décision de la distribution est simple. Il y a peu de niveaux de décision, le processus est rapide et simple.	5 / 11 / 73%
Complexe	Le processus de décision de la distribution est complexe. Il y a beaucoup de niveaux de décision, le processus est lent et complexe.	2 / 4 / 27%

Niveau de complexité de la décision	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Simple	La décision de dividende ou de rachat est simple. Peu d'éléments sont pris en compte ou ils sont simples. Peu de technicité et de temps sont requis.	5 / 9 / 75%
Compliqué	La décision de dividende ou de rachat est compliquée. Beaucoup d'éléments sont pris en compte. La décision est technique et demande du temps.	2 / 3 / 25%

CATEGORIE II : MOTIVATIONS A LA DISTRIBUTION

Cette catégorie est attribuée à une unité d'analyse si l'interviewé explicite les motivations qui ont poussé l'entreprise à distribuer des dividendes, à voter ou mettre en œuvre un programme de rachat.

1. Motivations des managers à distribuer des dividendes

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Satisfaire les actionnaires	Le but de la distribution est de satisfaire les actionnaires. C'est un moyen pour l'entreprise de les garder en leur donnant ce qu'ils veulent. Ce thème est attribué si l'interviewé est peu précis dans sa description de ce qui satisfait l'actionnaire.	5 / 12 / 33%
C'est un devoir de distribuer	L'interviewé présente comme une obligation morale de l'entreprise de distribuer un dividende. Il est normal de distribuer des dividendes aux actionnaires. C'est leur rémunération, au même titre que les autres partenaires de l'entreprise ont la leur.	4 / 6 / 17%
Répondre au besoin de liquidités de l'actionnaire	L'actionnaire a besoin régulièrement de liquidités et c'est pour cela que l'entreprise distribue des dividendes.	5 / 5 / 14%
Envoyer un signal positif	L'entreprise distribue des dividendes car c'est un signal positif. Cela lui permet de communiquer sur sa bonne santé et de réconforter les investisseurs.	4 / 8 / 22%
Clientélisme	La distribution de dividende permet d'attirer certains actionnaires et c'est une des motivations à la distribution.	2 / 3 / 8%
Pas clientélisme	La distribution de dividendes ne permet pas d'attirer un certain type d'actionnaires. Cette catégorie est attribuée si l'interviewé contredit explicitement cette motivation.	2 / 2 / 6%

2. Motivations à avoir un programme de rachat

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Motivations affichées dans le programme	Ce thème est sélectionné lorsque l'interviewé cite directement comme motivations celles inscrites dans la résolution, en y faisant explicitement référence (en nous lisant le programme par exemple). Nous avons mis ces motivations à part car elles nous semblent avoir moins de valeur, car souvent les entreprises les sélectionnent toutes.	3 / 5 / 5%
Autres motivations	DETAILLE CI-DESSOUS	11 / 81 / 84%
Ce qui n'est pas une motivation	DETAILLE CI-DESSOUS	6 / 10 / 10%

Autres motivations		**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**	
Vote du programme car il est nécessaire d'en avoir un.		L'interviewé ne s'attarde pas sur les motivations de son programme de rachat. Le programme est voté car à son sens, il est obligatoire aujourd'hui d'en avoir un. L'entreprise ne sait pas pour autant si elle s'en servira, mais elle le vote.	3 / 7 / 9%	
Relution	Stock-option	Le programme de rachat est voté pour contrer l'effet de dilution lié aux stock-options. Soit l'entreprise annule autant d'actions qu'elle émet de stock-options, soit elle fournit directement ses stock-options en rachetant des actions sur le marché.	11 / 36 / 44%	9 / 24
	Obligation convertible	Le programme de rachat est voté pour contrer l'effet de dilution lié aux obligations convertibles. L'entreprise rachète pour se couvrir contre le risque de conversion de ces OCEAN.		2 / 2
Gestion financière et Réévaluation du cours		Le rachat est voté afin d'avoir un outil de gestion du cours de bourse. Le rachat permet d'améliorer la volatilité et la liquidité du cours (en direct ou via des contrats d'animation). Il permet aussi à l'entreprise de faire des bons placements financiers. Le rachat est voté, car il permet de faire des opérations de réévaluation du cours. Si les dirigeants pensent que l'action est sous valorisée, ils procéderont au rachat.	7 / 20 / 25%	
Croissance externe		Le rachat d'action est voté afin de pouvoir mettre de côté des actions qui permettront de financer une éventuelle croissance externe.	4 / 8 / 10%	
Renforcement contrôle		Le rachat est voté afin de pouvoir renforcer le contrôle de certains actionnaires.	3 / 3 / 4%	
Annulation		La motivation au rachat est d'annuler les actions.	2 / 5 / 6%	
Distribution		Le rachat est fait pour distribuer des liquidités aux actionnaires. C'est une substitution aux dividendes.	0 / 0 / 0%	
Envoyer un message		Le rachat est voté afin d'envoyer un message aux investisseurs.	1 / 1 / 1%	
Opa		Le programme de rachat est voté pour éventuellement pouvoir se prémunir en cas d'OPA.	0 / 0 / 0%	

Les interviewés ont parfois spécifié ce qui n'est pas une motivation de leur programme de rachat.

Ce qui n'est pas une motivation	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Relution	L'interviewé spécifie que le programme de rachat d'actions de l'entreprise n'est pas motivé par la présence d'instruments dilutifs.	3 / 4 / 40%
Modification du ratio d'endettement.	L'interviewé spécifie que le programme de rachat d'actions de l'entreprise n'est pas motivé par la volonté de modifier le ratio d'endettement.	1 / 1 / 10%
Distribution	L'interviewé spécifie que le programme de rachat d'actions de l'entreprise n'est pas motivé par une distribution de liquidités aux actionnaires.	2 / 3 / 30%
Contrat de liquidité	L'interviewé spécifie que le programme de rachat d'actions de l'entreprise n'est pas motivé par un contrat de liquidité.	2 / 2 / 20%

CATEGORIE 3 : FACTEURS EXPLICATIFS

Cette catégorie est attribuée à une unité d'analyse si l'interviewé explicite les facteurs qui ont été pris en compte par l'entreprise ou qui l'ont influencé dans sa décision de distribution. Sont aussi classés dans cette catégorie, les éléments qui explicitent les liens entre les différents facteurs explicatifs.

Sous catégories	**Nombre de codes/ Fréquence**
Liens entre facteurs	14 / 2%
Facteurs internes et financiers	273 / 33%
Influence externe	183 / 22%
Influence des actionnaires et du gouvernement de l'entreprise	347 / 40%
Facteurs de choix entre dividende et rachat	33 / 4%

Ces sous catégories sont détaillées pages suivantes.

1. Liens entre facteurs

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Consensus	Il existe plusieurs facteurs pris en compte pour la décision de politique de distribution. Un équilibre doit être trouvé entre les différents facteurs. Il existe un consensus entre les facteurs extérieurs et intérieurs. Il n'existe pas de hiérarchie établie entre les facteurs	3 / 7 / 50%
Hiérarchie	Il existe plusieurs facteurs pris en compte lors des décisions de politiques de distributions, mais ils n'ont pas tous la même importance. il existe une hiérarchie entre les facteurs. Certains sont regardés en priorité, et on ne regarde les autres que si le niveau du premier facteur est satisfaisant.	1 / 1 / 7%
Existence de plusieurs facteurs	Plusieurs facteurs sont pris en compte lors des décisions de politiques de distribution, cependant il n'est pas précisé les liens entre ces facteurs.	5 / 6 / 43%
Existence d'un seul facteur	Un seul facteur est pris en compte pour expliquer les politiques de distribution.	0 / 0 / 0%

2. Facteurs internes et financiers

		Critère d'attribution	Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence	
Résultat	Influence de la perf et des résultats	La distribution est décidée en fonction de la performance de l'entreprise. Les managers regardent donc son résultat net, mais aussi son résultat d'exploitation et les résultats consolidés. Les résultats passés, présents et futurs sont pris en compte.	11 / 47 / 17%	11 / 36
	Résultat déconnecté dividende	Le dividende est relativement déconnecté des résultats annuels. Les résultats et la performance sont regardés dans leur globalité, mais le résultat annuel n'influence qu'indirectement la distribution.		5 / 11
Niveau d'endettement		L'entreprise veut que son niveau d'endettement ne soit ni trop faible, ni trop fort. Ainsi, le taux de distribution va être fortement influencé par l'endettement de l'entreprise. Si l'endettement est fort, il devient le critère essentiel de décision de la distribution. Sinon, il sera pris en compte avec d'autres critères. Eventuellement s'il est bas, l'entreprise emprunte pour distribuer. C'est souvent le critère d'endettement net qui est privilégié.	9 / 42 / 15%	
Opportunités d'investissements	Les opportunités d'investissement sont un élément essentiel de décision	Les opportunités d'investissement auxquelles est confrontée l'entreprise vont influencer sa politique de distribution, à court ou long terme. Soit ces opportunités sont régulières et l'entreprise distribue peu ou pas. Soit elles sont irrégulières et l'entreprise stagnera la croissance de son dividende ou le baissera pour financer l'investissement. Enfin, si elle n'a pas d'opportunités d'investissement, elle distribuera tout ce dont elle n'a pas l'usage, tout en laissant parfois de la trésorerie de côté au cas où des opportunités se révéleraient. Dans tous les cas, sont considérées comme opportunités d'investissement des projets dont le taux de rentabilité est fort.	11 / 80 / 29%	11 / 63
	Les opp. d'invest. influencent surtout le rachat ou le dividende exceptionnel.	Si ponctuellement l'entreprise n'a pas d'opportunités d'investissement, elle rend l'argent à ses actionnaires sous forme de dividende exceptionnel ou de rachat d'action.		8 / 15

	Les opportunités d'investissement n'influencent pas le dividende ordinaire	En cas d'opportunités d'investissement ponctuelles, l'entreprise ne diminue pas son dividende ordinaire. Elle finance son investissement autrement		2 / 2
Cash flow	Le cash est déterminant.	Le niveau de trésorerie ou de cash de l'entreprise est un élément déterminant dans le choix des politiques de distribution.	11/ 42 / 15%	11/ 41
	Le cash n'est pas déterminant.	Le niveau de trésorerie ou de cash de l'entreprise n'est pas un élément déterminant dans le choix des politiques de distribution.		1 / 1
Taille		La taille de l'entreprise (capitalisation) influence les montants et la forme de la politique de distribution	6 / 13 / 5%	
Culture de l'entreprise sur la distribution	Culture de la non-distribution	C'est dans la culture de l'entreprise de ne pas distribuer.	9 / 28 / 10%	1 / 3
	Culture de la distribution de dividendes.	L'entreprise a une culture de la distribution de dividende : elle a toujours distribué des dividendes. Les décisions de distribution actuelles sont donc influencées par cet historique de distribution. Dans certains cas, il existe même une règle historique de distribution. L'entreprise suit cette voie encore aujourd'hui, sans se poser de questions parce que cela fonctionne bien.		9 / 25
Fiscalité de l'entreprise		Le montant des réserves en franchise d'impôt influence la décision. Ces réserves permettent de distribuer un dividende accompagné d'un avoir fiscal.	1 / 7 / 3%	
Stratégie de l'entreprise		La stratégie globale décidée par l'entreprise influence la politique de distribution.	4 / 7 / 3%	
Fonds propres		Dans le cas des banques, le montant des fonds propres influence la politique de distribution.	2 / 7 / 3%	

3. Influence externe

		Critère d'attribution	Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence
Marchés financiers		**VOIR DETAIL CI-DESSOUS**	11 / 119 / 65%
Entreprises concurrentes		L'entreprise regarde ce que font ses concurrents directs. Elle cherche à avoir une politique de distribution qui ne s'éloigne pas trop de celles de ses concurrents. Il existe un mimétisme fort des entreprises d'un même secteur concernant les politiques de distribution.	6 / 26 / 14%
Secteur		Différents critères liés au secteur influencent la politique de distribution : sa croissance, ses niveaux d'exigence en cash, le niveau de concurrence.	6 / 13 / 7%
Conjoncture économique		La conjoncture économique du moment influence le niveau de distribution.	2 / 9 / 5%
Réglementation et législation	Réglementation AMF pour les rachats	La réglementation AMF influence les décisions de mettre en oeuvre les programmes de rachat et la façon dont ils sont mis en oeuvre.	7 / 16 / 9%
	Ratios bancaires	Dans le secteur bancaire, les ratios obligatoires de fonds propres influencent fortement les politiques de distribution.	

Marchés financiers

Acteurs du Marchés influençant la décision	Critère d'attribution	Nbr de répondants / Nombre de codes/ Fréquence
Marchés financiers anglo-saxons	Les marchés anglo-saxons influencent les marchés français et leurs modes de distribution.	2 / 4 / 14%
Analystes financiers et gérants	Les analystes financiers influencent les entreprises dans leur décision de distribution. Les managers suivent le consensus des analystes. Les analystes relayent les messages de certains actionnaires, particulièrement celles des gérants de fonds.	9 / 23 / 79%
Presse	La presse, qui relaye les avis des investisseurs, influence les distributions.	2 / 2 / 7%

Type d'influence du marché	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Culture du dividende sur les marchés	L'interviewé a le sentiment que le marché a des pratiques en matière de dividende qu'il est bon de suivre. Il faut distribuer des dividendes et selon les types d'entreprises des niveaux de pay out doivent être respectés.	7 / 21 / 23%
Mode du rachat sur les marchés	L'interviewé a le sentiment que le rachat est une mode et qu'il faut donc avoir un programme de rachat.	3 / 16 / 18%
Demande changeante des modes de distribution	Les tendances du marché en terme de distribution varient avec les époques. Cette idée est celle de la Catering Theory développée par Baker et Wurgler (2004): la demande du marché pour un type de politique de distribution est changeante. Sur certaines périodes, le dividende est très demandé, sur d'autre non.	3 / 5 / 6%
Le rachat n'est pas une distribution	Sur le marché parisien en particulier, le rachat n'est pas encore reconnu comme un mode de distribution. L'entreprise n'est donc pas prête à affronter le marché et à distribuer uniquement via du rachat.	3 / 3 / 3%
Valeur de rendement	L'interviewé aborde la notion de valeur de rendement et l'influence que cela a sur les politique de distribution. Une valeur de rendement est une entreprise dont la croissance du titre est faible mais qui verse de confortables dividendes. La décision d'investissement des actionnaires ou futurs investisseurs d'une telle entreprise est donc fortement influencée par le dividende. L'entreprise a donc une pression forte à distribuer.	6 / 16 / 18%
Valeur de croissance	L'interviewé aborde la notion de valeur de croissance et l'influence que cela a sur les politique de distribution. Une valeur de croissance est une entreprise dont la croissance du titre est forte mais qui verse peu ou pas de dividendes. La décision d'investissement des actionnaires ou futurs investisseurs d'une telle entreprise n'est pas influencée par le dividende. Elle n'a pas de pression à la distribution. Elle n'a pas besoin de distribuer pour attirer des actionnaires.	5 / 12 / 13%
Forte influence du marché	L'interviewé souligne la forte influence des marchés financiers qui obligent les entreprises à avoir une bonne image boursière. Ils imposent des comportements à suivre, conséquence des principes de gouvernance d'entreprise, des exigences de transparence et d'information, des niveaux de risque acceptés... qui influencent les politiques de distribution.	7 / 17 / 19%

4. Influence des actionnaires et du gouvernement de l'entreprise

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Influence de l'actionnariat	**Voir détail ci-dessous**	12 / 163 / 45%
Influence du gouvernement d'entreprise	**Voir détail ci-dessous**	12 / 173 / 51%
Influence de l'existence d'une relation d'agence	Il existe une relation d'agence entre actionnaires et dirigeants qui influencent la politique de distribution. Les dirigeants n'ont pas les mêmes objectifs que les actionnaires, et les actionnaires vont essayer de discipliner les managers via les politiques de distribution.	5 / 11 / 3%

Influence de l'Actionnariat

Influence de la structure d'actionnariat	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Influence de la présence d'un actionnaire principal	L'interviewé mentionne l'influence sur les politiques de distribution de l'entreprise de la présence d'un actionnaire majoritaire ou important.	8 / 21 / 35%
Influence de la part de flottant	L'interviewé mentionne l'influence sur les politiques de distribution de la part du flottant dans l'actionnariat. Cela joue de deux façons sur les distributions : Plus le flottant est important, plus l'AG a du pouvoir et risque de demander des dividendes. Ou au contraire, plus le flottant est important, moins les managers sont surveillés et risquent donc de moins distribués, car ils n'ont pas de pression à la distribution.	7 / 10 / 17%
Influence actionnaire spécifique	L'interviewé mentionne le fait que certains actionnaires, du fait de leur relation particulière avec l'entreprise, influencent la décision de distribution, même si leur poids dans le vote est faible. C'est le cas des actionnaires salariés, fondateurs, clients ou banquiers.	5 / 8 / 13%
Poids des institutionnels	L'interviewé mentionne le fait que les institutionnels ont un poids plus important dans la décision de distribution que les individuels.	4 / 7 / 12%
Poids des minoritaires	Les minoritaires ont peu de poids dans le vote, mais l'interviewé reconnaît qu'il faut les prendre en compte pour ne pas détériorer l'image boursière de l'entreprise.	3 / 6 / 10%

Influence des préférences des actionnaires	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Les actionnaires veulent une distribution	Les investisseurs veulent une distribution, quelque soit la forme de la distribution	3 / 4 / 4%
Les actionnaires aiment le dividende	Les actionnaires ont une préférence pour les dividendes et cela pousse les entreprises à distribuer des dividendes. Cette préférence pour les dividendes est particulièrement marquée chez les actionnaires individuels.	7 / 20 / 22%
Les actionnaires veulent du rachat	Les actionnaires veulent parfois du rachat et influencent donc les entreprises à en faire.	3 / 3 / 3%
Les actionnaires ne veulent pas de dilution	Les actionnaires veulent une politique de distribution qui limite la dilution d'argent ou de pouvoir.	4 / 10 / 11%
Influence des considérations patrimoniales de l'actionnaire majoritaire	Les considérations patrimoniales ou personnelles des actionnaires principaux influencent les politiques de distribution. Par exemple, la façon dont ils ont financé l'acquisition de leurs titres va influencer la politique de distribution. Si l'actionnaire les a financés par emprunt, il a besoin de dividendes pour rembourser ses titres.	6 / 17 / 18%
Influence de l'avoir fiscal	La fiscalité personnelle de chaque actionnaire n'a pas d'impact, mais l'entreprise veut cependant pouvoir distribuer un avoir fiscal. Cela a eu des effets sur les politiques de distribution lors de la suppression de cet avoir fiscal en 2004.	4 / 11 / 12%
Influence faible de la fiscalité des actionnaires	La fiscalité des actionnaires n'a pas d'effet sur les politiques de distribution.	4 / 6 / 6%
Influence faible des préférences des actionnaires	Les préférences des actionnaires en matière de politique de distribution ont peu d'influence sur le choix fait, l'entreprise ne les connaissant pas.	8 / 12 / 13%
Les investisseurs individuels ne comprennent pas le rachat	Les actionnaires individuels ne comprennent pas ou se méfient des rachats. Ainsi, il n'y a pas de pression de ces actionnaires vis à vis du rachat.	5 / 8 / 9%
Les investisseurs institutionnels sont neutres vis à vis des distributions	Les investisseurs institutionnels ont peu d'attente en matière de distribution de liquidités. Ils ne s'en préoccupent pas trop.	1 / 2 / 2%

Influence du gouvernement d'entreprise

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Influence des caractéristiques du président.	**Voir détail ci-dessous**	10 / 36 / 21%
Influence des conceptions qu'ont les managers sur les politiques de distribution.	Les conceptions des managers en terme de distribution vont influencer ces politiques. Ces croyances touchent à la mesure du dividende, à la façon dont la distribution doit avoir lieu, au rapport entre rachat et dividendes et à la différence entre vote et mise en œuvre du rachat. **Voir détail ci- dessous**	12 / 137 / 79%

Influence des caractéristiques du dirigeant		**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**	
Culture financière du président	Culture financière bonne	Le président est au courant des principales recherches scientifiques en finance, il connaît la théorie. Cela influence son comportement et pousse au rachat.	5 / 15 / 42%	3 / 4
	Culture financière moyenne	Le président connaît les grands principes de la finance et sait que la distribution est bonne pour l'image boursière. Cela pousse à la distribution		3 / 4
	Culture financière mauvaise	Le président a peu de notions de finance, c'est d'abord un industriel qui privilégie l'allocation des fonds à l'activité de l'entreprise plutôt qu'aux actionnaires. Cela pousse à des distributions irrégulières.		3 / 7
Personnalité du dirigeant		La personnalité du dirigeant influence fortement les politiques de distributions, car l'homme est charismatique ou respecté et donc influent dans l'entreprise. Par exemple, s'il est prudent ou s'il veut flatter son ego en faisant des acquisitions, il gardera du cash et distribuera moins.	6 / 10 / 28%	
Cumul de fonctions du président		Le président est aussi soit actionnaire important de l'entreprise soit le directeur général. Cette double casquette fait qu'il influence fortement la politique de distribution.	4 / 6 / 17%	

Influence des conceptions des managers des distributions

Eléments de mesure des politiques de dividendes	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Dividende en valeur	Pour décider de sa distribution de dividende, l'entreprise fixe le montant en valeur du dividende par action.	6 / 7 / 21%
Pay out ratio	Pour décider de sa distribution de dividende, l'entreprise fixe un niveau de ratio de distribution (pay out ratio), soit le montant distribué sur le montant des bénéfices de l'entreprise.	10 / 26 / 79%

Comment doit être menée une politique de dividende ?	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Lissage	L'entreprise cherche à avoir une politique de dividende lissée. Elle veut que l'historique des dividendes soit stable ou en légère croissance. Si ses résultats baissent, elle continuera à distribuer, sauf en cas de crise structurelle.	10 / 36 / 88%
Le ratio cible est différent du ratio réel	L'entreprise a un ratio cible de distribution, vers lequel elle tend. Mais son taux de distribution réel est différent.	1 / 2 / 5%
Existence d'un niveau de rémunération « normale »	Pour l'interviewé, il existe un niveau de distribution raisonnable et normal qu'il faut suivre.	3 / 3 / 7%

Positionnement rachat et dividende	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Le rachat peut être un instrument de distribution, mais pas uniquement	L'interviewé comprend que le rachat puisse être utilisé comme instrument de distribution, mais pour lui ce n'est pas son utilisation principale. Il sert plutôt comme instrument de lutte contre la dilution ou de gestion du cours de bourse, par exemple.	5 / 7 / 17%
Le rachat n'est pas un instrument de distribution	Le rachat n'est pas considéré comme une distribution par l'interviewé ou dans son entreprise. Dividende et rachat sont deux outils différents.	8 / 19 / 40%
La politique de distribution est constituée d'un dividende ordinaire puis d'un programme de rachat ou d'un dividende exceptionnel	Pour l'interviewé, la politique de distribution a deux composantes : le dividende ordinaire, puis le dividende exceptionnel ou le rachat. La première partie est plutôt stable, les seconds sont plutôt utilisés pour les super distributions (plus ponctuelles et importantes).	6 / 20 / 43%

Rachat : nuance entre vote et mise en œuvre	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Le programme est voté pour une utilisation précise.	Le programme de rachat est voté en sachant exactement comment il sera utilisé.	1 / 1/ 6%
Le programme est voté sans volonté d'utilisation.	Le programme de rachat est voté systématiquement sans qu'il soit forcément prévu de l'utiliser.	7 / 16 / 94%

5. Facteurs explicatifs du choix entre dividende et rachat

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Différence de forme	Le rachat et le dividende ont des formes différentes. Le rachat ne distribue pas directement des liquidités à tout le monde, au contraire du dividende. De plus, il rémunère ceux qui quittent l'entreprise.	8 / 20 / 61%
Flexibilité et souplesse du rachat	Le rachat et le dividende exceptionnel sont choisis car ce sont des modes de distribution plus souples et flexibles que le dividende ordinaire. Ils permettent de distribuer des gros montants, sans être obligé de continuer l'année d'après.	4 / 7 / 21%
Signal différent	L'interviewé souligne que la décision de distribution est influencé par le fait que le signal envoyé par le rachat est différent de celui envoyé par le dividende.	2 / 2 / 6%
Fiscalité différente	Le rachat est moins taxé que le dividende et est donc choisi par les managers comme mode de distribution.	1 / 3 / 9%
Le niveau du cours influence le choix	Le niveau du cours de bourse au moment du choix influence la décision de distribution. Si le cours est bas, l'entreprise penchera pour du rachat, sinon elle optera pour un dividende exceptionnel	1 / 1 / 3%

CATEGORIE 4 : DESCRIPTION DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION

Cette catégorie est attribuée à une unité d'analyse si l'interviewé décrit la distribution ou ses conséquences. Les éléments ne doivent faire référence ni au processus, ni aux motivations de la distribution, ni aux facteurs influençant cette décision.

1. Description des politiques de rachat et dividende

Description de la distribution de dividende	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Fréquence du paiement de la distribution.	Le dividende est payé en plusieurs acomptes. Cela s'inspire des méthodes anglo-saxonnes.	1 / 1

Taux de distribution	Plus que le marché	L'interviewé spécifie le taux de distribution. L'entreprise distribue plus que le marché : le pay out est supérieur à 50%.	1 / 2 / 25%
	Moins que le marché	L'interviewé spécifie le taux de distribution. L'entreprise distribue moins que le marché : le pay out est situé entre 30 et 50%.	4 / 5 / 63%
	Pas de distribution	L'entreprise ne distribue pas.	1 / 1 / 13%

Mise en œuvre du rachat	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
Conditions d'information du marché	L'information sur la mise en œuvre du programme de rachat d'action est secrète. L'information est publiée a posteriori par des rapports imposés par l'AMF.	4 / 6 / 19%
Conditions d'exécution du rachat.	Il est difficile de mettre en œuvre un programme de rachat. Cela se fait au fur et à mesure, dans les limites fixées par la réglementation. Certaines conditions d'intervention sont aussi fixées par le déontologue.	2 / 3 / 48%
En fonction stock-options	Lorsque le rachat est mis en œuvre pour contrer la dilution liée aux stock-options, la mise en œuvre se fait sur le long terme en fonction du nombre de stock-options.	2 / 3 / 10%
En fonction du cours	L'entreprise cherche à racheter ses actions en fonction du cours, quand il est bas elle rachète.	5 / 7 / 23%

2. Conséquence de la distribution

La distribution envoie un signal	Critère d'attribution	Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence
Le dividende envoie un signal positif sur l'avenir.	Lorsqu'une entreprise distribue un dividende, elle envoie un message positif de confiance des managers dans l'avenir.	6 / 11 / 19%
La stabilité du dividende envoie un signal positif.	La stabilité de la politique de dividende envoie un message de bonne santé et de confiance des managers. En cas de baisse des résultats de l'entreprise, le maintien du dividende est un signal positif.	5 / 9 / 16%
La coupure du dividende envoie un signal négatif.	Si l'entreprise coupe ou baisse son dividende, elle envoie un signal très négatif. Sa situation est structurellement mauvaise.	3 / 3 / 5%
Le dividende exceptionnel ou le rachat d'actions signale un manque d'opportunités d'investissement.	La distribution d'un dividende exceptionnel ou la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions signale un manque d'opportunités d'investissement. De même si une entreprise distribue beaucoup. Le rachat est interprété de la sorte s'il est considéré comme une distribution et non quand il est utilisé à d'autres fins.	6 / 14 / 25%
Le rachat signale une sous-évaluation du cours	La mise en œuvre d'un programme de rachat signale une sous-évaluation de l'entreprise.	3 / 6 / 11%
Le rachat n'envoie pas de signaux.	L'annonce d'un programme de rachat ne signale rien. La mise en oeuvre est secrète et connue a posteriori et donc ne signale rien non plus.	1 / 1 / 2%
Le rachat signale un bon rendement	Le fait de faire du rachat signale que le rendement de l'entreprise est très fort.	1 / 1 / 2%
Besoin de communication pour accompagner les distributions	Il faut communiquer autour de la distribution afin que celle ci ne soit pas mal interprétée.	6 / 11 / 19%

Conséquence sur le cours

	Critère d'attribution	**Nbr de répondants/ Nombre de codes**
Le dividende exceptionnel entraîne une hausse du cours.	L'interviewé spécifie que à la suite d'une distribution de dividende exceptionnel, la cours monte.	1 / 5
Conséquences du rachat	**VOIR DETAIL CI DESSOUS**	

Conséquences du rachat	**Critère d'attribution**	**Nbr de répondants/ Nombre de codes/ Fréquence**
L'effet du rachat est difficile à déterminer.	Il est difficile de connaître les effets d'un rachat sur le cours. Il est donc difficile de dire si le rachat a un effet positif ou pas.	2 / 6 / 22%
Le rachat a des conséquences positives sur le cours.	Suite à la mise en oeuvre d'un rachat, le cours augmente mécaniquement.	2 / 3 / 11%
Le rachat a des conséquences négatives sur le cours.	Les conséquences du rachat sur le cours de bourse sont négatives : baisse du cours, de la liquidité et hausse de la volatilité	1 / 3 / 11%
Le rachat est neutre	Le rachat n'a pas l'effet escompté sur le cours. La mise en oeuvre du rachat n'influence pas le cours.	2 / 5 / 15%
Le rachat a un effet négatif sur les dettes.	Le rachat assèche la trésorerie et dégrade le ratio d'endettement net.	2 / 3 / 19%
Le rachat est relutif	Le rachat a un effet relutif.	3 / 5 / 22%

ANNEXE 5 - ETUDE DES CORRELATIONS ENTRE VARIABLES EXPLICATIVES DU MODELE 1

Tableau 1 - Corrélation entre variables explicatives

	CONCACT	FLOTACT	RAPPOC	PVOIR1	PVOIR2	PVOIR3	OPPINVT	OPPINVT3
RAPPOC	0,197	0,188	1					
PVOIR2	0,275	0,254	-0,093	0,34	1			
PVOIR3	0,293	0,25	-0,195	0,343	0,671	1		
OPPINVT	0,096	0,085	0,07	0,02	0,172	0,172	1	
OPPINVT3	-0,121	-0,101	-0,052	0,001	-0,255	-0,252	-0,401	1
CASHFL2	0,15	0,077	-0,042	0,103	0,087	0,158	0,135	-0,307
CASHST	-0,007	0,011	0,092	-0,108	0,205	0,076	0,419	-0,323
ACTDIR	0,531	0,479	-0,049	0,348	0,762	0,711	0,153	-0,251
ACT1	0,914	0,849	0,184	0,164	0,25	0,3	0,049	-0,117
ACTMAJ1	0,792	0,716	0,174	0,102	0,22	0,272	0,07	-0,143
BANK1	0,015	-0,006	0,128	-0,257	-0,325	-0,282	-0,099	0,101
FAM1	0,282	0,239	-0,188	0,345	0,73	0,856	0,142	-0,214
ETAT1	0,066	0,061	0,061	-0,149	-0,222	-0,178	-0,07	0,09
ENT1	-0,008	0,016	0,017	-0,019	-0,346	-0,427	-0,02	0,026
INST1	-0,207	-0,135	0,21	-0,167	-0,105	-0,264	-0,018	0,094
SALA1	-0,272	-0,27	-0,247	0,064	-0,141	-0,166	-0,046	0,058
ACTBLOC2	0,267	0,308	0,058	-0,047	0,02	-0,016	0,131	0,004
ACTBLOC3	0,019	0,133	-0,034	-0,025	0,142	-0,014	0,022	-0,024
BANK23	-0,069	-0,017	0,059	-0,171	-0,172	-0,193	-0,104	0,112
FAM23	0,02	0,052	-0,082	0,149	0,421	0,19	0,14	-0,162
ETAT23	0,098	0,101	0,11	-0,142	-0,146	-0,111	-0,057	0,132
ENT23	-0,048	-0,029	-0,054	-0,075	-0,128	-0,041	0,106	-0,009
INST23	-0,027	-0,011	-0,078	0,083	-0,025	-0,029	-0,091	0,106
SALA23	-0,152	-0,167	-0,024	-0,08	-0,216	-0,163	-0,065	0,073
DETTETOT	-0,091	-0,101	-0,08	0,075	-0,084	-0,008	-0,188	0,179
MBRCA	-0,284	-0,243	-0,108	-0,162	-0,492	-0,389	-0,242	0,341
DISSPDG	0,02	0,052	0,118	-0,129	0,021	-0,059	-0,105	0,055
COMITECA1	-0,439	-0,395	-0,045	-0,292	-0,503	-0,451	-0,208	0,247
COMITECA2	-0,427	-0,4	-0,123	-0,168	-0,39	-0,32	-0,169	0,198
INDCA1	-0,583	-0,571	-0,15	-0,104	-0,36	-0,33	-0,218	0,276
INDCA3	-0,459	-0,467	-0,092	-0,063	-0,141	-0,194	-0,176	0,223
FONDCA1	0,24	0,233	-0,12	0,316	0,75	0,774	0,211	-0,324
TYPECONS	0,018	-0,022	-0,08	0,027	-0,029	0,046	0,1	-0,046
STOCKOPT1	-0,097	-0,028	0,043	-0,053	-0,017	-0,06	0,013	-0,008
RECOAFG	-0,405	-0,383	0,202	-0,529	-0,293	-0,333	-0,163	0,159
PVOIRACT	0,297	0,217	0,092	0,066	0,111	0,203	-0,022	-0,073

Tableau 1 - Suite - Corrélation entre variables explicatives

	CASHFL1	CASHFL2	CASHST
RAPPOC			
PVOIR2			
PVOIR3			
OPPINVT			
OPPINVT3			
CASHFL2	0,723	1	
CASHST	-0,079	-0,05	1
ACTDIR	0,074	0,179	0,114
ACT1	0,056	0,177	-0,049
ACTMAJ1	0,086	0,222	-0,063
BANK1	-0,074	-0,06	-0,19
FAM1	0,094	0,155	0,066
ETAT1	-0,004	-0,046	-0,075
ENT1	0,028	0,038	0,021
INST1	-0,115	-0,218	0,137
SALA1	0,003	0,017	-0,061
ACTBLOC2	-0,053	-0,054	0,109
ACTBLOC3	-0,03	-0,13	0,07
BANK23	-0,044	-0,051	-0,144
FAM23	0,043	0,013	0,255
ETAT23	-0,03	-0,057	-0,006
ENT23	-0,088	-0,108	0,111
INST23	-0,039	-0,092	-0,082
SALA23	0,03	0,029	-0,114
DETTETOT	-0,145	-0,138	-0,437
MBRCA	-0,058	-0,125	-0,284
DISSPDG	-0,028	-0,104	0,007
COMITECA1	-0,06	-0,138	-0,147
COMITECA2	-0,059	-0,074	-0,114
INDCA1	-0,046	-0,116	-0,157
INDCA3	-0,039	-0,125	-0,03
FONDCA1	0,052	0,091	0,24
TYPECONS	0,014	0,105	0,043
STOCKOPT1	-0,063	-0,186	0,114
RECOAFG	-0,075	-0,148	0,028
PVOIRACT	0,062	0,086	-0,069

Tableau 1 – Suite - Corrélation entre variables explicatives

	ACTDIR	ACT1	ACTMAJ1	ACTMAJ2	BANK1	FAM1	ETAT1	ENT1	INST1	SALA1	ACTBLOC2
ACTDIR	1										
ACT1	0,559	1									
ACTMAJ1	0,488	0,87	1								
ACTMAJ2	0,478	0,836	0,885	1							
BANK1	-0,267	0,06	0,025	0,004	1						
FAM1	0,739	0,296	0,279	0,339	-0,32	1					
ETAT1	-0,174	0,036	0,037	0,067	-0,072	-0,202	1				
ENT1	-0,338	-0,049	-0,046	-0,078	-0,172	-0,484	-0,109	1			
INST1	-0,221	-0,251	-0,245	-0,278	-0,123	-0,345	-0,077	-0,186	1		
SALA1	-0,15	-0,231	-0,198	-0,22	-0,067	-0,188	-0,042	-0,101	-0,072	1	
ACTBLOC2	-0,058	-0,116	-0,096	-0,024	-0,103	-0,041	0,089	0,092	0,112	-0,107	1
ACTBLOC3	-0,042	-0,272	-0,279	-0,26	-0,078	-0,005	0,008	0,06	0,081	-0,057	0,426
BANK23	-0,168	-0,114	-0,046	-0,043	0,1	-0,137	-0,076	0,045	0,102	0,054	0,081
FAM23	0,158	-0,122	-0,116	-0,092	-0,144	0,221	-0,071	-0,134	0,078	-0,057	0,261
ETAT23	-0,132	0,009	0,007	-0,01	-0,056	-0,13	0,256	0,046	0,063	-0,033	0,255
ENT23	-0,123	-0,156	-0,154	-0,113	-0,112	-0,076	0,2	0,124	-0,043	0,027	0,27
INST23	-0,058	-0,06	-0,058	-0,081	0,07	-0,047	-0,074	-0,022	0,064	0,096	0,018
SALA23	-0,254	-0,144	-0,143	-0,114	0,088	-0,152	0,192	0,159	-0,094	-0,082	0,016
DETTETOT	-0,074	-0,057	-0,012	-0,03	0,03	0,023	0,167	-0,122	-0,025	-0,027	-0,113
MBRCA	-0,519	-0,281	-0,205	-0,202	0,128	-0,366	0,343	0,11	-0,018	0,147	0,009
DISSPDG	-0,1	-0,022	-0,081	-0,077	0,031	-0,058	-0,01	0,08	-0,001	-0,09	0,08
COMITECA1	-0,583	-0,416	-0,346	-0,371	0,165	-0,442	0,18	0,126	0,125	0,158	-0,065
COMITECA2	-0,423	-0,4	-0,358	-0,366	0,086	-0,346	0,179	0,086	0,079	0,167	-0,083
INDCA1	-0,438	-0,497	-0,442	-0,467	0,107	-0,309	0,048	0,03	0,105	0,179	-0,215
INDCA3	-0,265	-0,379	-0,35	-0,375	0,042	-0,163	-0,095	-0,001	0,13	0,148	-0,198
FONDCA1	0,625	0,218	0,178	0,216	-0,305	0,668	-0,227	-0,336	-0,047	-0,124	0,025
FONDCA2	0,878	0,528	0,455	0,485	-0,263	0,713	-0,169	-0,335	-0,197	-0,145	-0,029
TYPECONS	0,069	0,031	0,08	0,073	0,027	0,033	0,08	-0,065	-0,067	0,056	-0,023
STOCKOPT1	-0,116	-0,088	-0,079	-0,076	-0,055	-0,083	-0,056	0,07	0,134	0,01	0,019
RECOAFG	-0,417	-0,381	-0,367	-0,408	0,175	-0,336	-0,037	0,084	0,167	0,048	-0,088
PVOIRACT	0,322	0,483	0,381	0,349	0,052	0,162	-0,078	-0,05	-0,109	-0,085	-0,412

Tableau 1 - Suite – Corrélation entre variables explicatives

	ACTBLOC3	BANK23	FAM23	ETAT23	ENT23	INST23	SALA23	DETTETOT	MBRCA	DISSPDG	COMITECA1
ACTBLOC3	1										
BANK23	0,108	1									
FAM23	0,396	-0,186	1								
ETAT23	0,049	0,04	-0,079	1							
ENT23	0,124	-0,161	-0,102	0,103	1						
INST23	0,188	0,019	-0,143	-0,038	-0,165	1					
SALA23	-0,095	-0,083	-0,158	-0,068	0,047	-0,086	1				
DETTETOT	-0,016	0,123	-0,185	-0,128	-0,01	0,015	0,026	1			
MBRCA	-0,064	0,114	-0,261	0,174	0,218	-0,011	0,302	0,185	1		
DISSPDG	0,124	0,067	0,114	0,166	0,031	-0,064	-0,01	-0,046	0,014	1	
COMITECA1	-0,031	0,127	-0,183	0,106	0,091	0,057	0,2	0,101	0,591	0,113	1
COMITECA2	-0,032	0,124	-0,164	0,105	0,09	0,033	0,128	0,083	0,469	0,045	0,818
INDCA1	-0,125	0,033	-0,206	0,009	0,078	0,095	0,205	0,093	0,561	0,078	0,547
INDCA3	-0,109	0,04	-0,088	-0,104	-0,004	0,13	0,083	-0,002	0,177	0,148	0,385
FONDCA1	0,118	-0,252	0,412	-0,149	-0,078	-0,002	-0,207	-0,109	-0,477	0,022	-0,475
FONDCA2	-0,07	-0,22	0,175	-0,104	-0,095	-0,074	-0,204	-0,093	-0,493	-0,072	-0,549
TYPECONS	-0,055	-0,127	-0,1	-0,053	0,025	0,017	0,024	0,017	0,099	-0,782	-0,068
STOCKOPT1	0,083	0,048	0,108	-0,013	0,001	0,037	-0,044	-0,091	-0,054	0,062	0,035
RECOAFG	0,019	0,172	-0,104	0,061	0,037	0,042	0,056	-0,037	0,176	0,558	0,593
PVOIRACT	-0,339	-0,173	-0,255	-0,071	-0,214	-0,204	-0,145	0,061	-0,256	-0,064	-0,192

	COMITECA2	INDCA1	INDCA3	FONDCA1	FONDCA2	TYPECONS	STOCKOPT1	RECOAFG	PVOIRACT
COMITECA2	1								
INDCA1	0,504	1							
INDCA3	0,327	0,725	1						
FONDCA1	-0,368	-0,342	-0,154	1					
FONDCA2	-0,398	-0,41	-0,25	0,74	1				
TYPECONS	0,004	-0,033	-0,163	-0,062	0,056	1			
STOCKOPT1	-0,056	-0,023	0,016	0,019	-0,081	-0,061	1		
RECOAFG	0,567	0,534	0,663	-0,281	-0,38	-0,428	0,046	1	
PVOIRACT	-0,18	-0,2	-0,119	0,117	0,329	0,015	-0,07	-0,143	1

ANNEXE 6- ANALYSES BIVARIEES DU MODELE 1

LEGENDE :

Pour tous les tableaux : Seuil de significativité : *** (p<0,01) ; ** (p<0,05) ; * (p<0,1)

Pour les tableaux présentant les régressions :

Bêta (t) : coefficient de régression (t de Student, estimation robuste à l'hétéroscédasticité et à la non normalité des résidus)

F : test de Fisher de signification de la régression

1. INFLUENCE DU RISQUE DE FREE CASH FLOW

Influence du niveau des opportunités d'investissement (Tableaux 1 et 2)

Tableau 1 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur chaque mesure des opportunités d'investissement

	Bêta (t)	R^2 within	F
OPPINVT	-0,004 (-1,21)	0,17%	1,46
OPPINVTMOY	**-0,0004 (-2,14)****	**0,16%**	**4,58****

Tableau 2 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction des variables OPPINVT2 et OPPINVT3 – Non prise en compte des effets fixes

		Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
OPPINVT2	Q de Tobin > 1	1,846%	-6,009****	0,000
	Q de Tobin < 1	2,638%		
OPPINVT3	Q de Tobin moyen > 1	1,829%	6,503****	0,000
	Q de Tobin moyen < 1	2,681%		

Influence du niveau des ressources disponibles (Tableau 3)

Tableau 3 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur chaque mesure des stocks et flux de liquidités

	Bêta (t)	R^2 within	F
CASHFL1	**0,009 (1,82)***	**0,25%**	**3,31***
CASHFL2	**0,019 (2,43)****	**0,29%**	**5,92****
CASHST	-0,005 (-0,48)	0,04%	0,23

2. INFLUENCE DE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT (TABLEAU 4)

Tableau 4 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur chaque mesure de la concentration de l'actionnariat

	Bêta (t)	R^2 within	F
CONCACT	-0,005 (-0,95)	0,09%	0,89
CONCCON	-0,009 (-1,50)	0,27%	2,25
FLOTACT	-0.001 (-0,25)	0,01%	0,06
FLOTCONT	-0.007 (-1,51)	0,26%	2,28
CONCACT²	**-0.009 (-1,75)***	**0,26%**	**3,05***
CONCCON²	**-0,012 (-2,22)****	**0,57%**	**4,91****
FLOTACT²	-0,004 (-0,89)	0,08%	0,79
FLOTCONT²	**-0,011 (-2,33)****	**0,06%**	**5,41****

3. INFLUENCE DU POUVOIR DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL

Rapport entre détention actionnariale et contrôle (Tableaux 5 et 6)

Tableau 5 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur RAPPOC

	Bêta (t)	R^2 within	F
RAPPOC	0,007 (0,88)	0,17%	0,78
RAPPOC * ACTMAJ	**-0,005 (-2,69)*****	**0,45%**	**7,25*****

Tableau 6 – Test de la différence de moyenne du taux de rendement en fonction de la variable PVOIR1 – Non prise en compte des effets fixes

PVOIR1	Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
Pas de droit de vote double	2,41%	1,436	0,151
Droit de vote double	2,198%		

Importance relative du premier actionnaire par rapport aux autres actionnaires (Tableau 7)

Tableau 7 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur le rapport actionnarial

	Bêta (t)	R^2 within	F
PVOIRACT	**-0.00009 (-3,27)*****	**0,97%**	**10,69*****
PVOIRCONT	**-0.00006 (-2,43)****	**0,68%**	**5,90****

Rôle de dirigeant ou de fondateur (Tableau 8)

Tableau 8 – Test de la différence de moyenne du taux de rendement en fonction des variables PVOIR2 et PVOIR3 - Non prise en compte des effets fixes

PVOIR2	**Moyenne du taux de rendement**	**Statistique t (ou z)**	**Significativité**
Le président ou DG n'est pas un des trois premiers actionnaires	2,872%	8,846****	0,000
Le président ou DG est un des trois premiers actionnaires	1,723%		
PVOIR 3	**Moyenne du taux de rendement**	**Statistique t (ou z)**	**Significativité**
L'actionnaire principal n'est pas un des fondateurs	2,560%	908,207****	0,000
L'actionnaire principal est un des fondateurs	1,860%		

4. INFLUENCE DE L'ACTIONNARIAT INTERNE (TABLEAU 9)

Tableau 9 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur l'actionnariat et le contrôle des dirigeants

	Bêta (t)	**R^2 within**	**F**
ACTDIR	0,005 (0,89)	0,04%	0,79
CONTDIR	0,005 (0,84)	0,05%	0,71
ACTDIR²	0,0354 (0,48)	0,01%	0,23
CONTDIR²	0,009 (0,12)	0%	0,01

5. INFLUENCE DE LA DETENTION ET DU CONTROLE DU 1ER ACTIONNAIRE (TABLEAUX 10 ET 11)

Tableau 10 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur l'actionnariat et le contrôle du premier actionnaire

	Bêta (t)	**R^2 within**	**F**
ACT1	-0,005 (-0,76)	0,06%	0,58
CONT1	-0,008 (-1,19)	0,16%	1,42
ACT1²	-0,007 (-1,05)	0,09%	1,10
CONT1²	-0,010 (-1,4)	0,24%	1,95

Tableau 11 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction de la variable ACTMAJ – Non prise en compte des effets fixes

Le premier actionnaire a …		Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
ACTMAJ1	… plus de 33% des actions	2,241%	0,463	0,643
	… moins de 33% des actions	2,303%		
ACTMAJ2	…plus de 33% des droits de vote	2,281%	-0,139	0,890
	…moins de 33% des droits de vote	2,262%		

6. INFLUENCE DE L'IDENTITE DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL (TABLEAU 12)

Tableau 12– Tests de différence de moyenne du taux de rendement en fonction des variables d'identité – Non prise en compte des effets fixes

Le premier actionnaire …		Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
BANK1	**…est une banque**	**3,373%**	**5,644******	**0,000**
	… n'est pas une banque	**2,147%**		
FAM1	**… est une famille**	**1,926%**	**5,019******	**0,000**
	… n'est pas une famille	**2,584%**		
ETAT1	… est un Etat	2,742%	1,494	0,136
	… n'est pas un Etat	2,251%		
ENT1	… est une entreprise	2,351%	0,602	0,547
	… n'est pas une entreprise	2,252%		
INST1	**… est un institutionnel**	**1,827%**	**-2,431****	**0,015**
	… n'est pas un institutionnel	**2,331%**		
SALA1	**… est un groupement de salariés**	**3,309%**	**3,095*****	**0,002**
	… n'est pas un gpmt de salariés	**2,231%**		

7. INFLUENCE DES ACTIONNAIRES DE BLOCS (TABLEAU 13)

Tableau 13 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur l'actionnariat et le contrôle du second ou du troisième actionnaire

	Bêta (t)	R^2 within	F
ACT2	-0,019 (-1,58)	0,29%	2,49
CONT2	**-0,023 (-1,80)***	**0,39%**	**3,25**
ACT3	0,029 (1,43)	0,25%	2,04
CONT3	0,023 (1,14)	0,16%	1,29

8. INFLUENCE DE L'IDENTITE DES BLOCS D'ACTIONNAIRES (TABLEAU 14)

Tableau 14 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction des variables d'identité du deuxième ou du troisième actionnaire – Non prise en compte des effets fixes

Le 2ème ou 3ème actionnaire …		Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
BANK23	**… est une banque**	**2,927%**	**-4,180******	**0,000**
	… n'est pas une banque	**2,155%**		
FAM23	**… est une famille**	**1,497%**	**-8,840******	**0,000**
	… n'est pas une famille	**2,602%**		
ETAT23	… est un Etat	2,883%	1,505	0,133
	… n'est pas un Etat	2,256%		
ENT23	… est une entreprise	2,256%	0,126	0,900
	… n'est pas une entreprise	2,277%		
INST23	… est un institutionnel	2,459%	-1,762*	0,079
	… n'est pas un institutionnel	2,190%		
SALA23	**… est un groupement de salariés**	**2,759%**	**3,019*****	**0,003**
	… n'est pas un groupement de salariés	**2,189%**		

9. INFLUENCE DE LA DETTE (TABLEAU 15)

Tableau 15 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur le niveau de la dette

	Bêta (t)	R^2 within	F
DETTETOT	**-0,009 (-1,67)***	**0,26%**	**2,78**
DETTELT	-0,006 (-0,96)	0,1%	0,93

10. INFLUENCE DE L'EFFICACITE DU CONSEIL (DU TABLEAU 16 AU TABLEAU 20)

Tableau 16 – Régression linéaire avec effets fixes du taux de rendement sur RECOAFG

	Bêta (t)	R^2 within	F
RECOAFG	0,0012 (1,33)	0,27%	1,76

Tableau 17 – Régression linéaire avec effets fixes du taux de rendement sur le nombre de membres du conseil

	Bêta (t)	R^2 within	F
MBRCA	0,0003 (0,65)	0,07%	0,42

Tableau 18 – Test de différence de moyennes du taux de rendement en fonction de MBRAC2 – Non prise en compte des effets fixes

Le conseil comporte …		Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
MBRCA2	… moins de 9 membres	1,5%	-10,753****	0,000
	… plus de 9 membres	2,831%		

Tableau 19 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction de la variable DISSPDG – Non prise en compte des effets fixes

DISSPDG	Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
Les fonctions de président et de DG sont dissociées	2,346%	-0,876	0,382
Les fonctions de président et de DG ne sont pas dissociées	2,226%		

Tableau 20 – Régression linéaire avec effets fixes du taux de rendement sur le nombre de comités du conseil

	Bêta (t)	R^2 within	F
COMITECA1	0 (0,13)	0%	0,02

Tableau 21 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction de la variable COMITECA2 – Non prise en compte des effets fixes

COMITECA2	Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
Le conseil est assisté d'au moins un comité de rémunération, un de nomination et un d'audit	2,687%	4,834****	0,000
Le conseil n'est pas assisté d'un comité de rémunération, d'un de nomination et d'un d'audit	2,026%		

Tableau 22 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur la détention et le contrôle des fondateurs

	Bêta (t)	R^2 within	F
FONDCA2 (actionnariat des fondateurs)	0,0036 (0,53)	0%	0,29
FONDCA3 (contrôle des fondateurs)	0,0019 (0,26)	0%	0,07

Tableau 23 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction de la variable FONDCA1 – Non prise en compte des effets fixes

FONDCA1	Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
Le fondateur est présent au conseil	1,745%	-8,620****	0,000
Le fondateur n'est pas présent au conseil	2,873%		

Tableau 24 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur le nombre et la proportion de membres indépendants au conseil

	Bêta (t)	R^2 within	F
INDCA1 (Nombre d'indépendants)	**0,0009 (2,32)****	**0,76%**	**5,40****
INDCA2 (% d'indépendants)	0,0063 (1,52)	0,29%	2,31

Tableau 25 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction de la variable INDCA3 - Non prise en compte des effets fixes

INDCA3	Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
Le conseil a plus d'un tiers de membres indépendants	2,507%	-3,665****	0,000
Le conseil a moins d'un tiers de membres indépendants	2,022%		

Tableau 26 – Test de différence de moyenne du taux de rendement en fonction du type de conseil – Non prise en compte des effets fixes

TYPECONS	Moyenne du taux de rendement	Statistique t (ou z)	Significativité
Conseil d'administration	2,244%	-0,641	0,522
Conseil de surveillance	2,339%		

11. INFLUENCE DES STOCK-OPTIONS (TABLEAU 27)

Tableau 27 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur le montant des stock-options des dirigeants

	Bêta (t)	R^2 within	F
STOCKOPT1 *(Stock-options distribuées dans l'année aux dirigeants)*	-0,0527 (-1,10)	0,04%	1,21
STOCKOPT2 *(Stock-options détenues par les dirigeants)*	0,0206 (0,54)	0,01%	0,29
STOCKOPT1 * PASACTMAJ [1]	-0,0322 (-0,49)	0,01%	0,24
STOCKOPT2 * PASACTMAJ [1]	0,0082 (0,18)	0%	0,03

[1] *PASACTMAJ est une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsqu'il n'y a pas d'actionnaire majoritaire à 33% dans l'entreprise.*

ANNEXE 7 - INFLUENCE DU CONTROLE DU SECOND ACTIONNAIRE SELON SON IDENTITE

Régressions linéaires du taux de rendement sur le contrôle du second actionnaire,selon son identité

	Régressions avec effets fixes							Régressions sur données moyennes						
CONTBLOC2	**-0.0227*** **(-1.68)**							**-0.04*** **(-2.84)**						
CONTBLOC2 * BANK23		**-0.039** (-2.09)**							**0.0784** (2.16)**					
CONTBLOC2* FAM23			*-0.00672 (-0.37)*							**-0.08*** (-5.20)**				
CONTBLOC2* ETAT23				*-0.0201 (-0.69)*							**0.0185* (1.68)**			
CONTBLOC2* ENT23					**-0.04*** (-3.17)**							**-0.0305* (-1.81)**		
CONTBLOC2 * INST23						*0.00353 (0.24)*							**-0.046** (-2.02)**	
CONTBLOC2* SALA23							*0.0213 (1.24)*							*-0.00699 (-0.29)*
CONSTANTE	0.024*** (21.3)	0.023*** (81.9)	0.023*** (32.7)	0.022*** (147)	0.023*** (76.8)	0.022*** (61.9)	0.022*** (102)	0.026*** (13.3)	0.022*** (15.7)	0.026*** (16.1)	0.023*** (16.3)	0.024*** (15.5)	0.024*** (15.7)	0.023*** (15.6)
R^2 (WITHIN OU AJUSTE)	**0,47%**	**0,48%**	0,02%	0,02%	**1,18%**	0,01%	0,18%	**3,39%**	**3,75%**	**9,47%**	**0,16%**	**0,97%**	**1,18%**	0,02%

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1)

Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à l'hétéroscédasticité, à la non normalité, ainsi qu'à l'autocorrélation des résidus.

ANNEXE 8 - INFLUENCE DES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL DANS LES ENTREPRISES SANS ACTIONNAIRE MAJORITAIRE

Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – Variations autour des mesures des caractéristiques du conseil dans les entreprises sans actionnaire majoritaire

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
RECOAFG * PASACTMAJ	+	*0.0000851* *(0.082)*								
MBRCA* PASACTMAJ	-		*-0.000154* *(-0.64)*							
MBRCA3* PASACTMAJ	+			*-0.00107* *(-0.47)*						
DISSPDG* PASACTMAJ	+									*0.00205* *(0.91)*
COMITECA1* PASACTMAJ	+				*-0.0000551* *(-0.059)*					
COMITECA2* PASACTMAJ	+					*0.000735* *(0.27)*				
INDCA1* PASACTMAJ	+	*0.000843* *(1.54)*	**0.00100**** **(2.18)**	**0.000869*** **(1.88)**	*0.000880* *(1.64)*	*0.000813* *(1.59)*	**0.000868*** **(1.88)**			**0.000823*** **(1.80)**
INDCA2* PASACTMAJ	+							*0.00480* *(1.09)*		

INDCA3* PASACTMAJ	+								*0.000277* *(0.11)*	
DETTETOT	-	-0.0121* (-1.92)	-0.0118* (-1.88)	-0.0122* (-1.94)	-0.0120* (-1.91)	-0.0121* (-1.92)	-0.0121* (-1.93)	-0.0113* (-1.82)	-0.0113* (-1.83)	-0.0122* (-1.94)
CONSTANT		0.0233*** (12.5)	0.0238*** (12.1)	0.0236*** (13.2)	0.0234*** (13.9)	0.0233*** (13.6)	0.0233*** (13.4)	0.0242*** (14.6)	0.0251*** (14.8)	0.0230*** (12.6)
Effets Fixes individuels		Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes temporels		Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1)
Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur du t de Student, estimation robuste à l'hétéroscédasticité, à la non normalité, ainsi qu'à l'autocorrélation des résidus.

ANNEXE 9 – REGRESSIONS FINALES DU PREMIER MODELE AVEC POUR VARIABLE A EXPLIQUER, LE TAUX DE RENDEMENT CALCULE A PARTIR DES RACHATS ANNULES

	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
CASHFL2	+	**0.0192*** **(1.66)**	*0.0188 (1.60)*	**0.0192*** **(1.66)**	**0.0258**** **(2.20)**	*0.0159 (1.49)*	*0.0155 (1.43)*	*0.0159 (1.48)*	**0.0220**** **(2.02)**	**0.0182*** **(1.68)**	*0.0174 (1.59)*	**0.0182*** **(1.68)**	**0.0247**** **(2.19)**
OPPINVT2	+	**0.0058***** **(3.99)**	**0.0057***** **(3.89)**	**0.0058***** **(4.04)**	**0.0056***** **(3.96)**	**0.0056***** **(3.95)**	**0.0055***** **(3.87)**	**0.0056***** **(3.99)**	**0.0054***** **(3.88)**	**0.0051***** **(3.75)**	**0.0051***** **(3.71)**	**0.0051***** **(3.81)**	**0.0049***** **(3.67)**
CONCCONT CARRE	- / +	**-0.0143**** **(-2.27)**				**-0.0124**** **(-2.07)**				**-0.0129**** **(-2.18)**			
PVOIRACT	- / +	**-0.0001***** **(-3.42)**	**-0.0001***** **(-3.30)**	**-0.0001***** **(-3.32)**	**-0.0001***** **(-3.05)**	**-0.0001***** **(-3.41)**	**-0.0001***** **(-3.32)**	**-0.0001***** **(-3.32)**	**-0.0001***** **(-3.06)**	**-0.0001***** **(-3.38)**	**-0.0001***** **(-3.30)**	**-0.0001***** **(-3.28)**	**-0.0001***** **(-3.03)**
CONTDIR	- / +	**0.0117**** **(2.04)**	*0.00773 (1.56)*	**0.0115**** **(2.03)**	**0.00946*** **(1.80)**	**0.0102*** **(1.92)**	*0.00676 (1.50)*	**0.00991*** **(1.89)**	**0.00843*** **(1.69)**	**0.00940*** **(1.69)**	*0.00593 (1.25)*	**0.00912*** **(1.68)**	*0.00733 (1.40)*
ACTMAJ1	- / +		**-0.0045**** **(-2.13)**				**-0.0039**** **(-2.00)**				**-0.0040**** **(-2.05)**		
CONT1 CARRE	- / +			**-0.0154**** **(-2.25)**				**-0.0130**** **(-1.98)**				**-0.0138**** **(-2.09)**	
BANK1	Sig	*0.000364 (0.11)*	*0.000419 (0.13)*	*0.000436 (0.13)*	*0.000660 (0.21)*	*0.000982 (0.32)*	*0.00104 (0.33)*	*0.00105 (0.34)*	*0.00119 (0.38)*	*0.000886 (0.29)*	*0.000966 (0.31)*	*0.000953 (0.31)*	*0.00110 (0.36)*
ETAT1	Sig	**0.0185***** **(3.16)**	**0.0185***** **(3.13)**	**0.0193***** **(3.25)**	**0.0166***** **(2.87)**	**0.0174***** **(3.01)**	**0.0174***** **(2.99)**	**0.0181***** **(3.09)**	**0.0157***** **(2.76)**	**0.0180***** **(3.05)**	**0.0179***** **(3.02)**	**0.0186***** **(3.13)**	**0.0163***** **(2.81)**
INST1	Sig	**0.0132**** **(2.03)**	**0.0133**** **(2.02)**	**0.0134**** **(2.05)**	**0.0122*** **(1.89)**	**0.0119*** **(1.86)**	**0.0120*** **(1.84)**	**0.0121*** **(1.88)**	**0.0112*** **(1.74)**	**0.0117*** **(1.83)**	**0.0119*** **(1.82)**	**0.0120*** **(1.85)**	**0.0110*** **(1.71)**

CONTBLOC2	Sig	**-0.036*** (-2.81)**	**-0.052*** (-4.18)**	**-0.054*** (-4.21)**	**-0.038*** (-3.11)**	**-0.034*** (-2.76)**	**-0.047*** (-3.97)**	**-0.049*** (-3.98)**	**-0.035*** (-2.96)**	**-0.034*** (-2.76)**	**-0.047*** (-3.97)**	**-0.050*** (-3.98)**	**-0.036*** (-2.98)**
SALA23	Sig	*0.00353 (1.12)*	*0.00313 (0.99)*	*0.00361 (1.14)*	*0.00204 (0.65)*	*0.00271 (0.91)*	*0.00236 (0.79)*	*0.00277 (0.93)*	*0.00143 (0.48)*	*0.00283 (0.94)*	*0.00244 (0.82)*	*0.00290 (0.96)*	*0.00154 (0.51)*
BANK23	Sig	**-0.00404* (-1.81)**	**-0.00410* (-1.82)**	**-0.00413* (-1.84)**	*-0.00331 (-1.53)*	**-0.00359* (-1.70)**	**-0.00364* (-1.70)**	**-0.00367* (-1.72)**	*-0.00297 (-1.45)*	**-0.00363* (-1.71)**	**-0.00367* (-1.72)**	**-0.00372* (-1.74)**	*-0.00300 (-1.45)*
DETTETOT	-	*-0.0105 (-1.53)*	*-0.00944 (-1.43)*	*-0.0101 (-1.48)*	*-0.0106 (-1.57)*	**-0.0110* (-1.68)**	*-0.0101 (-1.60)*	*-0.0107 (-1.64)*	**-0.0111* (-1.72)**	**-0.0116* (-1.73)**	*-0.0105 (-1.63)*	**-0.0112* (-1.69)**	**-0.0116* (-1.77)**
INDCA1	+				**0.0017*** (4.03)**				**0.0015*** (3.81)**				**0.0016*** (3.82)**
STOCKOPT1	-	*-0.00732 (-0.15)*	*-0.00822 (-0.17)*	*-0.0124 (-0.25)*	*-0.0101 (-0.20)*	*-0.0106 (-0.22)*	*-0.0114 (-0.24)*	*-0.0150 (-0.31)*	*-0.0128 (-0.26)*	*-0.0165 (-0.34)*	*-0.0164 (-0.34)*	*-0.0212 (-0.44)*	*-0.0195 (-0.39)*
TXRDTEX	+					**0.173*** (3.91)**	**0.175*** (3.91)**	**0.174*** (3.88)**	**0.161*** (3.90)**	**0.173*** (3.82)**	**0.175*** (3.83)**	**0.174*** (3.79)**	**0.161*** (3.79)**
LOGCAPI	?									*-0.000771 (-0.84)*	*-0.000638 (-0.69)*	*-0.000787 (-0.85)*	*-0.000858 (-0.91)*
CONSTANTE		0.0231*** (6.93)	0.0227*** (6.70)	0.0232*** (6.70)	0.0131*** (3.40)	0.0201*** (5.99)	0.0196*** (5.78)	0.0201*** (5.75)	0.0113*** (3.02)	0.0314** (2.26)	0.0290** (2.04)	0.0317** (2.23)	0.0237* (1.68)

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1)

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.

LISTE DES TABLEAUX

CHAPITRE 1

Chapitre 1 –Distribution de Liquidités aux Actionnaires.....11
Tableau 1 – Récapitulatif des caractéristiques des différentes méthodes de rachat d'actions.....17
Tableau 2 – Motivations théoriques au rachat d'actions.....22
Tableau 3- Imposition des dividendes et rachats d'actions en France.....36

CHAPITRE 2

Tableau 4 – Présentation des conflits d'agence entre actionnaires, dirigeants et autres parties prenantes .76
Tableau 5- Identification des conflits d'agence selon la structure de contrôle des organisations.....88
Tableau 6 – Synthèse des éléments favorisant l'apparition des conflits d'agence.....90
Tableau 7 - Typologie des modes de gouvernance.....93
Tableau 8 – Caractéristiques des conseils, effet et efficacité.....103
Tableau 9 – Typologie de Yoshimori (1995).....121
Tableau 10 – Aperçu de la synthèse des typologies proposée par Charreaux (1997d).....122
Tableau 11- Synthèse des caractéristiques des mécanismes de gouvernance.....128

CHAPITRE 3

Tableau 12 – Présentation des trois modèles explicatifs des politiques de distribution dans le cadre théorique de l'Agence.....135
Tableau 13 – Caractéristiques des firmes et utilisation du dividende pour contrôler les coûts d'agence .138
Tableau 14 – Synthèse de notre revue de littérature sur les relations entre mécanismes de gouvernance et politique de distribution.....181
Tableau 15 – Rappel des trois questions de recherche de cette thèse.....208
Tableau 16 – Premier Modèle : Variables influençant hypothétiquement le niveau de la distribution.....209
Tableau 17 – Second Modèle : Variables influençant hypothétiquement le choix de l'instrument de distribution.....210
Tableau 18 – Présentation des études empiriques réalisées dans cette thèse.....213

CHAPITRE 4

Tableau 19 - Présentation de la population des répondants.....218

CHAPITRE 5

Tableau 20 : Présentation de l'échantillon utilisé pour le test du premier modèle.....247
Tableau 21 : Présentation de l'échantillon utilisé pour le test du second modèle.....247
Tableau 22 – Plan d'analyse des données : objectifs, méthodes et données utilisées.....273
Tableau 23 – Récapitulatif des mesures des variables du premier modèle explicatif des montants distribués.....284
Tableau 24 - Récapitulatif des mesures des variables du second modèle explicatif du choix de l'instrument de distribution.....287

CHAPITRE 6

Tableau 25 – Statistiques descriptives du taux de rendement.....291
Tableau 26 – Paramètres du test de Kolmogorov-Smirnov sur le taux de rendement.....292
Tableau 27 – Paramètres du test de symétrie et de concentration sur le taux de rendement.....293
Tableau 28 – Statistiques descriptives des mesures de concentration de l'actionnariat et du contrôle.....294
Tableau 29 – Statistiques descriptives du contrôle et de la détention des trois premiers actionnaires.....294
Tableau 30 – Corrélation entre l'actionnariat du premier actionnaire et les trois mesures de concentration de l'actionnariat.....295
Tableau 31 – Statistiques descriptives du contrôle et de la détention des dirigeants et des fondateurs.....295
Tableau 32 – Corrélation entre l'actionnariat et le contrôle des dirigeants et ceux des fondateurs.....296
Tableau 33 – Fréquence des différentes identités des trois premiers actionnaires.....296
Tableau 34 – Statistiques descriptives du rapport entre actionnariat et contrôle du premier actionnaire.....297
Tableau 35 – Fréquence et mode de la variable PVOIR1.....297
Tableau 36 – Statistiques descriptives du pouvoir relatif de l'actionnaire principal.....298
Tableau 37 – Fréquence et mode des variables PVOIR2 et PVOIR3.....298
Tableau 38 – Statistiques descriptives du niveau des dettes totales et à long terme.....300
Tableau 39 – Fréquence et mode du type de conseil – TYPECONS.....300
Tableau 40 - Statistiques descriptives du nombre de membres du conseil.....301
Tableau 41 – Fréquence et mode des variables binaires de taille du conseil.....301
Tableau 42 - Statistiques descriptives du nombre de membres indépendants du conseil.....302
Tableau 43 - Statistiques descriptives du pourcentage de membres indépendants du conseil.....302
Tableau 44 – Fréquence et mode de la variable INDCA3.....302
Tableau 45 – Fréquence et mode de la variable DISSPDG.....303
Tableau 46 – Fréquence et mode de la variable COMITECA2.....304
Tableau 47 - Statistiques descriptives du nombre de comités de rémunération, nomination et audit.....305
Tableau 48 – Statistiques descriptives du contrôle et de la détention des fondateurs.....305
Tableau 49 – Fréquence et mode de la variable FONDCA1.....305
Tableau 50 – Statistiques descriptives du niveau des stock-options.....306
Tableau 51 – Synthèse des corrélations entre variables explicatives supérieures à 0,6.....309

Tableau 52 – Test de l'existence d'effets spécifiques individuels et temporels et Test de Hausman 313
Tableau 53 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DE LA LIQUIDITE 317
Tableau 54 — Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DES OPPORTUNITES D'INVESTISSEMENT.....318
Tableau 55 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATION AUTOUR DES MESURES DE CONCENTRATION DU CAPITAL.....320
Tableau 56 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DU POUVOIR DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL....324
Tableau 57 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les déterminants des conflits d'agence – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE 327
Tableau 58 –Régressions sur données moyennes du taux de rendement sur les déterminants du conflit d'agence 330
Tableau 59 –Influence des déterminants des conflits d'agence sur le taux de rendement - SYNTHESE DES RESULTATS DU PARAGRAPHE (2.).....334
Tableau 60 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES D'ACTIONNARIAT INTERNE 338
Tableau 61 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES D'ACTIONNARIAT ET DE CONTROLE DU PREMIER ACTIONNAIRE .341
Tableau 62 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES VARIABLES D'IDENTITE DU PREMIER ACTIONNAIRE 343
Tableau 63 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES D'ACTIONNARIAT ET DU CONTROLE DES DEUXIEMES ET TROISIEMES ACTIONNAIRES.....346
Tableau 64 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat – VARIATIONS AUTOUR DES VARIABLES D'IDENTITE DES DEUXIEMES ET TROISIEMES ACTIONNAIRES ...348
Tableau 65 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat –INTRODUCTION DE VARIABLES DE CONTROLE 351
Tableau 66 – Régressions sur données moyennes du taux de rendement sur les variables d'actionnariat354
Tableau 67 – Influence des variables d'actionnariat sur le taux de rendement - SYNTHESE DES RESULTATS DU PARAGRAPHE (3.) 363
Tableau 68 –Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DE LA DETTE.....367
Tableau 69 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – VARIATIONS AUTOUR DES CARACTERISTIQUES DU CONSEIL.....369
Tableau 70 –Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance – VARIATIONS AUTOUR DES MESURES DES STOCK-OPTIONS 372

Tableau 71 – Régressions linéaires avec effets fixes du taux de rendement sur les variables de gouvernance –INTRODUCTION DE VARIABLES DE CONTROLE 374
Tableau 72 – Régressions linéaires sur données moyennes du taux de rendement sur les variables de gouvernance 377
Tableau 73 – Influence des mécanismes de gouvernance sur le taux de rendement - SYNTHESE DES RESULTATS DU PARAGRAPHE (4.).....381
Tableau 74 - Régressions du taux de rendement sur les meilleures variables explicatives du premier modèle 385
Tableau 75 –Comparaison des résultats des régressions linéaires avec effets aléatoires et de ceux des régressions Tobit 392
Tableau 76 – Hypothèses sur l'influence des déterminants des conflits d'agence.....408
Tableau 77 – Hypothèses sur l'influence des variables d'actionnariat 409
Tableau 78 – Hypothèses sur l'influence des variables de gouvernance 410

CHAPITRE 7

Tableau 79 – Pourcentage d'entreprises n'ayant pas voté de programme de rachat d'actions 413
Tableau 80 – Pourcentage d'entreprises ayant voté un programme et ne l'ayant pas mis en oeuvre.....414
Tableau 81 – Pourcentage d'entreprises mentionnant chaque ensemble d'objectifs dans leur programme 414
Tableau 82 – Proportion d'entreprises du SBF250 distribuant, selon l'instrument, et ne distribuant pas 417
Tableau 83 – Statistiques descriptives de la proportion de dividende sur la distribution totale.....419
Tableau 84 – Fréquence des variables RACHATNET et RACHANNUL.....420
Tableau 85 – Matrice des relations entre variables explicatives 423
Tableau 86 – Test de l'existence d'effets spécifiques individuels et temporels et Test de Hausman du choix de la modélisation.....426
Tableau 87 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur l'actionnariat des dirigeants.....430
Tableau 88 – Relations entre RACHATNET et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, classés selon leur préférence fiscale, mesurées par le coefficient Phi.....431
Tableau 89 – Relations entre RACHANNUL et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, classés selon leur préférence fiscale, mesurées par le coefficient Phi.....431
Tableau 90 – Relations entre RACHATNET et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, mesurées par le coefficient Phi.....432
Tableau 91 – Relations entre RACHANNUL et les variables binaires d'identité du premier actionnaire, mesurées par le coefficient Phi.....432
Tableau 92 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables d'identité et d'actionnariat dirigeant.....436

Tableau 93 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables d'identité et d'actionnariat dirigeant – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE.....437
Tableau 94 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur la volatilité des différents revenus.....440
Tableau 95 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur le niveau des stocks de liquidités.....440
Tableau 96 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur le niveau du revenu opérationnel moyen.....440
Tableau 97 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables de permanence des revenus.....443
Tableau 98 – Régressions Probit avec erreurs composées de la probabilité de faire du rachat sur les variables de permanence des revenus – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE 444
Tableau 99 – Régressions Probit - avec erreurs composées et effets temporels - de RACHATNET et RACHANNUL sur le niveau des stock-options des dirigeants.....445
Tableau 100 – Régressions Probit avec erreurs composées de RACHATNET et RACHANNUL sur les stock-options des dirigeants – INTRODUCTION DES VARIABLES DE CONTROLE 447
Tableau 101 – Synthèse des résultats des analyses par catégorie de variables 449
Tableau 102 – Régressions de RACHATNET sur les meilleures variables explicatives du second modèle 452
Tableau 103 – Régressions de RACHANNUL sur les meilleures variables explicatives du second modèle 453
Tableau 104 – Comparaison des résultats entre modèle Probit à erreurs composées et modèles Probit standard, avec estimations robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation – Variable à expliquer RACHATNET.....459
Tableau 105 – Comparaison des résultats entre modèle Probit à erreurs composées et modèles Probit standard, avec estimations robustes à l'hétéroscédasticité et à l'autocorrélation – Variable à expliquer RACHANNUL.....460
Tableau 106 – Hypothèses validées et Hypothèses rejetées du second modèle de recherche.....470

LISTE DES FIGURES

Figure 1 – Architecture de la thèse....8
Figure 2– Modèle de Rozeff (1982) de détermination du taux de dividende optimal....136
Figure 3 – Influence de l'actionnariat interne ou du premier actionnaire sur l'intensité du conflit d'agence et conséquence sur la distribution 173
Figure 4 – Aide à la lecture du Chapitre 6....289
Figure 5 – Aide à la lecture des paragraphes 2., 3. et 4. du Chapitre 6. 290
Figure 6 – Histogramme du taux de rendement 292
Figure 7 – Evolution du nombre d'entreprises ayant plus du tiers des membres du conseil indépendants 303
Figure 8 – Evolution du nombre d'entreprises ayant dissocié les fonctions de Président et DG 304
Figure 9 – Evolution du nombre d'entreprises avec au moins 3 comités....304
Figure 10 - Forme de la relation entre concentration de l'actionnariat et taux de rendement : hypothèse et résultat 319
Figure 11 – Forme de la relation entre détention du premier actionnaire et taux de rendement : hypothèse et résultat 339
Figure 12 – Aide à la lecture du Chapitre 7....411
Figure 13 – Montants des opérations sur titres propres et nombre d'entreprises concernées, pour le SBF250 et par type d'opération....416
Figure 14 – Montants des distributions de liquidités et nombre d'entreprises concernées, pour le SBF 250 et par type d'opération....418
Figure 15 – Histogramme de la proportion de dividende sur la distribution totale....419

TABLE DES MATIERES

Sommaire

INTRODUCTION GENERALE 1

PARTIE 1 – LITTERATURE, THEORIES ET CONCEPTS 9

CHAPITRE 1 –DISTRIBUTION DE LIQUIDITES AUX ACTIONNAIRES 11

SECTION 1. INSTRUMENTS DE DISTRIBUTION 12

1. Le dividende..... 13

1.1. Cadre français des politiques de dividende 13
1.2. Pratiques managériales de distribution de dividende 14

2. Le rachat d'actions..... 15

2.1. Méthodes et réglementations.....15
2.1.1. Méthodes de rachat d'actions.....15
2.1.2. Réglementations du rachat d'actions 17
2.1.2.1. Aperçu des réglementations à travers le monde.....17
2.1.2.2. La réglementation française 19
2.2 Motivations au rachat d'actions.....21
2.2.1. Motivations majeures au rachat.....22
2.2.1.1. Distribuer des liquidités 23
2.2.1.2. Eviter la dilution liée aux stock-options 24
2.2.1.3. Réévaluer le cours et créer de la valeur pour l'actionnaire.....26
2.2.2. Motivations mineures au rachat.....28
2.2.2.1. Modifier la structure du capital – profiter d'un effet de levier 28
2.2.2.2. Se protéger des OPA 30
2.2.2.3. Changer la structure de l'actionnariat 31
2.2.2.4. Investir et désinvestir.....32

3. Le rachat d'actions et le dividende : substituts ou compléments ?..... 33

3.1. Etude théorique de la relation entre rachat et dividende 33
3.1.1. Similitudes entre rachat et dividende.....33
3.1.2. Différences entre rachat et dividende.....34
3.2. Etude empirique de la relation entre rachat et dividende 38

SECTION 2. POLITIQUES DE DISTRIBUTION 43

1. L'énigme des dividendes – le « dividend puzzle »..... 43

1.1 La neutralité théorique du dividende.....43
1.2. La contestation empirique de la neutralité des dividendes.....44

2. Théories explicatives de la non neutralité des politiques de distribution 46

2.1. Taxes, coûts de transaction et contraintes institutionnelles.....46
2.1.1. Effet des coûts de transaction et des contraintes institutionnelles.....46
2.1.2. Effet fiscal et comportement des entreprises 47
2.2. Asymétrie d'information et théorie du signal.....53
2.2.1. Le principe 53
2.2.2. Les principaux modèles de signalisation des dividendes.....54

2.2.3. Tests empiriques de la théorie du signal 58
2.3. Finance comportementale et politique de distribution 65

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 - VERS LE CHOIX DU CADRE THEORIQUE DE L'AGENCE 70

CHAPITRE 2 – CONFLITS D'AGENCE ET GOUVERNANCE D'ENTREPRISE 73

SECTION 1. CONFLITS D'AGENCE DANS LE CADRE DE L'ETUDE DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION 74

1. Théorie de l'agence et Enracinement du dirigeant 74

1.1. Présentation de la théorie de l'agence 74
1.2. Enracinement du dirigeant 75

2. Identification et présentation des conflits d'agence influençant les politiques de distribution 75

2.1. Conflit entre actionnaires et dirigeants 77
2.2. Conflit entre actionnaires dominants et actionnaires minoritaires 79
2.3. Conflit entre actionnaires, dirigeants et autres parties prenantes 83
2.3.1. Conflit entre créanciers et actionnaires 83
2.3.2. Conflits entre parties prenantes et actionnaires 85

3. Structure de contrôle de l'entreprise et Importance des conflits d'Agence 87

3.1. Structure de contrôle et émergence des conflits entre dirigeants et actionnaires et entre majoritaires et minoritaires 87
3.2. Structure de contrôle des entreprises contemporaines – évidence internationale 88

SECTION 2. GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET DEFENSE DES INTERETS DES ACTIONNAIRES 91

1. Définition de la Gouvernance d'Entreprise 91

2. Mécanismes de gouvernance et Défense des intérêts des actionnaires 93

2.1. Mécanismes de gouvernance internes 94
2.1.1. Les actionnaires 94
2.1.1.1. L'assemblée générale des actionnaires 94
2.1.1.2. Les détenteurs de blocs 95
2.1.2. Le conseil d'administration ou de surveillance 98
2.1.2.1. Les leviers d'actions du conseil 98
2.1.2.1.1. La rémunération du dirigeant 99
2.1.2.1.2. La révocation du dirigeant 101
2.1.2.2. Caractéristiques des conseils 103
2.1.2.2.1. La séparation des fonctions de président et de directeur général 104
2.1.2.2.2. Le type de conseil et la présence de comités 105
2.1.2.2.3. L'indépendance des membres du conseil 106
2.1.2.2.4. La taille du conseil 109
2.1.3. Le personnel 111
2.2. Mécanismes de gouvernance externes 112
2.2.1. Le marché des actions et des prises de contrôle 112
2.2.2. Le marché de la dette et la surveillance par les créanciers 114
2.2.3. Le marché du travail des managers 116
2.2.4. Le marché des biens et services 117
2.2.5. L'Etat 118

3. Différences culturelles et Liens entre modes de gouvernance 120

3.1. Différences culturelles en matiere de gouvernance 120
3.2. Lien entre modes de gouvernance : substitution ou complémentarité ? 125

CONCLUSION DU CHAPITRE 2 - POLITIQUES DE DISTRIBUTION ET GOUVERNANCE 130

CHAPITRE 3 – LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION COMME MECANISME DE GOUVERNANCE 133

SECTION 1. EFFET DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION SUR LES CONFLITS D'AGENCE 134

1. Le modèle d'Easterbrook (1984) et de Rozeff (1982) 135

1.1. Présentation du modèle 135
1.2. Test empirique du modèle 138

2. Le modèle de Jensen (1986) 141

2.1 Présentation du modèle 141
2.2. Test empirique du modèle 142

3. Le modèle de Shleifer et Vishny (1986) et d'Allen et al. (2000) 148

3.1. Présentation du modèle 148
3.2. Test empirique du modèle 149

4. Le rôle de la distribution dans le cadre du conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires 153

SECTION 2. INTERACTION ENTRE POLITIQUES DE DISTRIBUTION ET MECANISMES DE GOUVERNANCE ALTERNATIFS 157

1. Réflexions théoriques sur l'interaction entre distribution et mécanismes de gouvernance 157

2. Etude de la relation entre distribution et mécanismes de gouvernance externes 159

2.1. Législation et distribution 159
2.2. Marché des capitaux et distribution 160
2.3. Dette et distribution 162

3. Etude de la relation entre distribution et mécanismes de gouvernance internes 164

3.1 Conseil d'administration et distribution 164
3.1.1. Caractéristiques du conseil et distribution 165
3.1.2. Rémunération du dirigeant et distribution 168
3.2. Structure d'actionnariat et distribution 169
3.2.1. Actionnariat interne, premier actionnaire et distribution 169
3.2.1.1. Etude de la relation entre actionnariat interne, premier actionnaire et distribution 169
3.2.1.1.1. Hypothèse de substitution 169
3.2.1.1.2. Hypothèse de complémentarité 171
3.2.1.1.3. Hypothèse d'une relation non linéaire 172
3.2.1.2. Influence de l'identité du premier actionnaire 177
3.2.2. Actionnaires de blocs et distribution 178

PREMIER MODELE : HYPOTHESES THEORIQUES RELATIVES A LA DETERMINATION DES MONTANTS DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION 182

SECTION 3. DETERMINATION DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION 192

1. Influence de la fiscalité de l'actionnaire principal et des managers sur le choix de l'instrument de distribution 194

2. Flexibilité du rachat et influence des revenus sur le choix de l'instrument de distribution 197

3. Influence des stock-options des dirigeants sur le choix de l'instrument de distribution 201

SECOND MODELE : HYPOTHESES THEORIQUES RELATIVES AU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION 203
CONCLUSION DU CHAPITRE 3 - SYNTHESE 207

PARTIE 2 – POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES ENTREPRISES FRANCAISES : ETUDES EMPIRIQUES 211

CHAPITRE 4 – ETUDE QUALITATIVE SUR LES POLITIQUES DE DISTRIBUTION EN FRANCE 215

SECTION 1. OBJECTIFS ET METHODOLOGIE DE L'ETUDE 215

1. Objectifs de l'étude 215

2. Description de la population et Méthodologie de l'étude 216

2.1. Population de l'étude 217
2.2. Méthode d'entretien 218
2.3. Analyse des données 221

SECTION 2. RESULTATS DE L'ANALYSE QUALITATIVE 223

1. Description du processus de décision 224

2. Motivations aux decisions de politiques de distribution 226

3. Facteurs influençant les choix de politiques de distribution 229

3.1. Influence des éléments financiers ou internes à l'entreprise 230
3.2. Influence de l'actionnariat et de la direction de l'entreprise 233
3.2.1. Influence des conflits entre actionnaires et dirigeants 233
3.2.2. Influence de l'actionnariat 234
3.2.3. Influence de la direction de l'entreprise 236
3.3. Influence des élements externes à l'entreprise 237
3.4. Facteurs explicatifs du choix entre dividende et rachat 240

CONCLUSION DU CHAPITRE 4 242

CHAPITRE 5 – METHODOLOGIE DES ETUDES QUANTITATIVES 245

SECTION 1 – CONSTITUTION DE L'ECHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES 245

1. Constitution de l'échantillon 246

2. Collecte des données 248

SECTION 2 – MESURE DES VARIABLES 248

1. Variables expliquées 249

1.1. Premier Modèle - Montant de la distribution 249
1.2. Second Modèle - Choix de l'instrument de distribution 251

2. Variables explicatives du Premier modele 252

2.1. Déterminants de l'intensité des conflits d'agence 252
2.1.1. Concentration du capital 252
2.1.2. Pouvoir de l'actionnaire principal 253
2.1.3. Risque de FCF 254
2.1.3.1. Mesure des opportunités d'investissements rentables 255

2.1.3.2. Mesure des ressources disponibles....258
2.2. Mécanismes de gouvernance....260
2.2.1. Variables d'actionnariat....260
2.2.2. Autres mécanismes de gouvernance....262
2.2.2.1. Endettement....262
2.2.2.2. Conseil d'administration ou de surveillance....262
2.2.2.3. Stock-options....264

3. Variables explicatives du second Modèle....265

3.1. Fiscalité de l'actionnaire principal ou des managers....265
3.2. Stock-options....266
3.3. Permanence des revenus....266

SECTION 3 – DESCRIPTION DE LA METHODOLOGIE....267

1. Préparation de l'étude quantitative....267

1.1. Traitement des valeurs manquantes, aberrantes ou extrêmes....267
1.2. Statistiques descriptives de l'échantillon....267
1.2.1. Analyses descriptives....267
1.2.2. Normalité des données....268
1.3. Traitement des données de panel....269
1.3.1. Modèle à effets fixes....269
1.3.2. Modèle à erreurs composées....270
1.3.3. Existence de spécificités et choix du modèle d'estimation....270
1.3.4. Données de panel et données moyennes....271

2. Plan d'analyse des données....272

3. Méthodes d'analyse....274

3.1. La régression lineaire....274
3.1.1. Présentation de la méthode....274
3.1.2. La régression linéaire sur données de panel....276
3.1.3. Interprétation des résultats....276
3.2. La régression Tobit....278
3.2.1. Présentation de la méthode....278
3.2.2. La régression Tobit sur données de panel....279
3.3. La Régression Logit ou Probit....279
3.3.1. Présentation de la méthode....279
3.3.2. La régression Logit ou Probit sur données de panel....280
3.3.2.1. Modélisation des effets spécifiques....280
3.3.2.2. Existence de spécificités et choix du modèle d'estimation....281
3.3.3 Interprétation des résultats....282

CONCLUSION DU CHAPITRE 5 - SYNTHESE....284

CHAPITRE 6 – TEST DU MODELE EXPLICATIF DU CHOIX DES MONTANTS DE DISTRIBUTION 289

SECTION 1 – DESCRIPTION DES POLITIQUES DE DISTRIBUTION, DE L'ACTIONNARIAT ET DE LA GOUVERNANCE EN FRANCE....291

1. Caractéristiques des montants des politiques de distribution....291

1.1 Statistiques descriptives du taux de rendement....291
1.2. Normalité des données....292
1.2.1. Test de Kolmogorov-Smirnov....292
1.2.2. Test de symétrie et de concentration du niveau des dividendes....293

2. Aperçu de l'actionnariat des entreprises françaises....293

2.1. Structure de l'actionnariat et du contrôle....293
2.2. Identité des principaux actionnaires....296
2.3. Pouvoir de l'actionnaire principal....297

3. Aperçu de la gouvernance des entreprises françaises 299

3.1. Niveau de la dette 300
3.2. Caractéristiques des conseils d'administration ou de surveillance.....300
3.2.1. Type de conseil.....300
3.2.2. Taille du conseil 301
3.2.3. Indépendance du conseil.....301
3.2.4. Dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général 303
3.2.5. Comités du conseil 304
3.2.6. Influence du fondateur sur le conseil.....305
3.3. Description du niveau des stock-options 306

SECTION 2 – RESULTATS DES TESTS DES HYPOTHESES EXPLICATIVES DES MONTANTS DE DISTRIBUTION 307

1. Préparation de l'étude quantitative 308

1.1. Etude des relations entre variables explicatives.....308
1.2. Effets spécifiques et politique de distribution des entreprises françaises.....310
1.2.1. Effets spécifiques individuels et Test de Hausman 311
1.2.2. Effets spécifiques temporels.....312

2. Etude de la relation entre politique de distribution et déterminants des conflits d'agence 314

2.1. Analyses bivariées 314
2.2. Analyses multivariées 316
2.2.1. Influence du risque de Free Cash Flow.....316
2.2.2. Influence de la concentration de l'actionnariat 319
2.2.3. Influence du pouvoir de l'actionnaire principal 323
2.3. Analyses complémentaires 326
2.3.1. Influence des variables de contrôle 326
2.3.2. Régressions sur données moyennes 328
2.4. Synthèse 331

3. Etude de la relation entre politique de distribution et variables d'actionnariat 335

3.1. Analyses bivariées 335
3.2. Analyses multivariées 337
3.2.1. Influence de l'actionnariat interne.....337
3.2.2. Influence de la détention et du contrôle du premier actionnaire 339
3.2.3. Influence de l'identité de l'actionnaire principal 342
3.2.4. Influence de la détention et du contrôle des actionnaires de blocs.....345
3.2.5. Influence de l'identité des actionnaires de blocs 347
3.3. Analyses complémentaires 350
3.3.1. Influence des variables de contrôle 350
3.3.2. Régressions sur données moyennes 352
3.4. Synthèse 356

4. Etude de la relation entre politique de distribution et variables de gouvernance..... 364

4.1. Analyses bivariées 364
4.2. Analyses multivariées 366
4.2.1. Influence de la dette 366
4.2.2. Influence de l'efficacité du conseil 367
4.2.3. Influence des stock-options 371
4.3. Analyses complémentaires 373
4.3.1. Influence des variables de contrôle 373
4.3.2. Régressions sur données moyennes 375
4.4. Synthèse 378

5. Synthèse générale et test du modèle complet..... 382

6. Fiabilité des résultats 387

6.1. Analyse des résidus et de la colinéarité entre variables explicatives 387
6.1.1. Analyse des résidus.....387

6.1.2. Etude de la colinéarité entre variables explicatives....389
6.2. Données censurées et régression Tobit....389

SECTION 3 - DISCUSSION DES RESULTATS....394

1. Comparaison des résultats de l'étude à ceux de la littérature....394

2. Discussion....397

CONCLUSION DU CHAPITRE 6....408

CHAPITRE 7 – TEST DU MODELE EXPLICATIF DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION411

SECTION 1 – POLITIQUES DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D'ACTIONS EN FRANCE....413

1. Description des politiques de dividende et de rachat d'actions....413

1.1. Motivations aux rachats d'actions....413
1.2. Evolution des distributions de dividendes et des programmes de rachat d'actions....415
1.2.1. Mise en œuvre des programmes de rachat d'actions....415
1.2.2. Evolution des politiques de distribution....417

2. Caractéristiques descriptives des deux variables à expliquer....419

SECTION 2 – RESULTATS DES TESTS DES HYPOTHESES EXPLICATIVES DU CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION....421

1. Préparation de l'étude quantitative....421

1.1. Etude des relations entre variables explicatives....421
1.2. Effets spécifiques et choix entre dividende et rachat....424
1.2.1. Effets spécifiques individuels et choix de la modélisation....424
1.2.2. Effets spécifiques temporels....428

2. Etude de la relation entre le choix de faire du rachat et la fiscalité des actionnaires influents....429

2.1. Analyses bivariées....429
2.2. Analyses multivariées....433
2.3. Influence des variables de contrôle....434

3. Etude de la relation entre le choix de faire du rachat et la permanence des revenus....439

3.1. Analyses bivariées....439
3.2. Analyses multivariées....441
3.3. Influence des variables de contrôle....442

4. Etude de la relation entre le choix de faire du rachat et les stock-options des dirigeants....445

4.1. Analyses bivariées....445
4.2. Influence des variables de contrôle....446

5. Synthèse générale et Test du Modèle complet....448

5.1. Synthèse Générale....448
5.2. Test du modèle complet....450

6. Fiabilité des résultats....454

6.1. Sensibilité de l'approximation de la fonction de vraisemblance....454
6.2. Colinéarité entre variables explicatives....454
6.3. Hétéroscédasticité et autocorrélation des résidus....455

SECTION 3 - DISCUSSION DES RESULTATS....461

1. Politique de distribution et déterminants du choix entre rachat d'actions et dividende 461

2. Programme de rachat d'actions et rôle de distribution 466

3. Synthèse : Quels sont les apports de cette étude à la compréhension des politiques de dividende et de rachat d'actions ? 468

CONCLUSION DU CHAPITRE 7 470

CONCLUSION GENERALE 471

Bibliographie 481

Table des Matières des Annexes 505

Liste des Tableaux 557

Liste des Figures 562

Table des Matières 563

Rapport-gratuit.com
LE NUMERO 1 MONDIAL DU MÉMOIRES