

CHAPITRE 9

Quel rôle pour le conseil d'administration dans la détention de liquidités ? Cas des entreprises françaises cotées

Objet

La présente recherche s'inscrit dans la littérature liant la qualité du système de gouvernance et les politiques financières dans un contexte de propriété concentrée. Elle a pour objectif d'examiner l'efficacité du conseil d'administration eu égard à l'effet de ses caractéristiques sur la détention de liquidités par les entreprises.

Méthodologie

Nous nous basons sur le modèle d'estimation de la détention de liquidités proposé par Opler *et al.* (1999) pour conduire notre analyse empirique portant sur un échantillon de 605 firmes françaises cotées observées sur la période 2001-2007.

Résultats

Nous trouvons que les caractéristiques du conseil qui entravent son efficacité en tant que mécanisme de gouvernance, en l'occurrence la dualité des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration et l'adoption d'une structure moniste à conseil d'administration, sont associées à une forte détention de liquidités. Par contre, une meilleure qualité du conseil d'administration appréhendée à travers son indépendance et l'adoption d'une formule à directoire et à conseil de surveillance semble réduire le niveau de détention de liquidités par les entreprises.

Implications

Les résultats de cette recherche illustrent le rôle disciplinaire important que joue le conseil d'administration dans un contexte de propriété concentrée où la gestion des ressources des entreprises est fortement affectée par les conflits d'intérêts entre ceux qui contrôlent ces ressources et les actionnaires minoritaires. Ces résultats sont d'un grand intérêt pour l'appréhension de la qualité des conseils d'administration face au pouvoir de contrôle considérable des actionnaires majoritaires.

9.1. Introduction

La détention de liquidités, comme source d'indépendance financière, s'inscrit au cœur même de la stratégie financière de la firme puisqu'elle permet d'élaborer une politique globale de croissance sans coûts apparents et ce, contrairement aux sources de financement externe qui coûteraient plus cher en présence de coûts d'agence et d'asymétrie d'information. Le financement d'actifs spécifiques dans un environnement incertain est un exemple de la nécessité de mobiliser des liquidités immédiates lorsque les propriétaires de la firme veulent garder une marge de manœuvre suffisante sans aucune immixtion extérieure.

A cet égard, la question de la gestion des actifs liquides a toujours été au centre des intérêts aussi bien des praticiens que des chercheurs vu que ces actifs sont des ressources facilement accessibles pour ceux qui sont aux commandes de la firme. De ce fait, la présence d'un volume important de liquidités pose des questions relatives aux bénéfices et coûts associés à leur détention par la firme. D'un côté, les entreprises riches en ressources liquides sont capables de disposer des fonds nécessaires à la réalisation de l'ensemble d'opportunités de croissance rentables qui se présenteraient à elles sans être obligées de recourir à des sources de financement extérieures. De l'autre côté, la disponibilité de liquidités excédant les besoins normaux de l'activité de la firme accentuerait le risque de détournement de ces fonds par les actionnaires qui jouissent d'un pouvoir discrétionnaire sur les ressources de la firme. Ceci pourrait être le cas dans un contexte où les conflits d'agence opposeraient les actionnaires contrôleur aux actionnaires minoritaires.

Dans ce cadre, les mécanismes de gouvernance d'entreprises, notamment le conseil d'administration, peuvent constituer des leviers servant à limiter l'ampleur du risque d'expropriation des actionnaires minoritaires. Ainsi, le renforcement de la qualité du conseil d'administration est en mesure d'améliorer la gestion des ressources de la firme, notamment celle des fonds liquides.

Nous consacrons la section 9.1 de cette étude à l'exploration de l'association entre les problèmes d'agence et la détention de liquidités. La section 9.2 s'intéresse au développement des différentes hypothèses formulées dans cette recherche. La section 9.3 est dédiée à la description de l'échantillon, des données ainsi que du modèle utilisé dans la présente étude. La section 9.4 est réservée à l'exposition des différents résultats de l'analyse empirique. La section 9.5 résume et conclut notre recherche.

9.2. Détention de liquidités et problèmes d'agence

Les travaux d'Opler *et al.* (1999) analysant le niveau optimal de liquidités ont servi comme point de départ d'une littérature empirique abondante qui explore les déterminants de la politique financière des entreprises en matière de gestion des liquidités. Ces déterminants sont, pour la plupart, le résultat d'un arbitrage entre les avantages et les risques liés à l'accumulation d'actifs liquides. A cet effet, la théorie de la hiérarchie des moyens de financement considère les fonds internes comme la source de financement privilégiée et la moins onéreuse pour l'entreprise. Le recours à ces fonds permet essentiellement d'éviter les imperfections liées aux marchés des capitaux qui sont à l'origine de divers coûts de transaction et de problèmes dus à l'asymétrie d'information. Dans ce sens, l'étude de Ferreira et Vilela (2004) montre que, dans les pays de l'Union européenne où les marchés de capitaux sont peu développés, les entreprises disposent d'un volume important de liquidités à cause des difficultés liées à leur accès au financement externe. De leur côté, Pinkowitz et Williamson (2001) trouvent que les firmes bénéficiant de facilités à obtenir des crédits auprès des banques – ayant moins de contraintes financières – affichent de plus faibles niveaux de liquidités.

A cet égard, la théorie de la hiérarchie des moyens de financement se dessine dans l'environnement contractuel de l'entreprise, considérant que les agents se comportent d'une manière rationnelle dans un objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Cependant, le caractère incomplet des contrats induit par la rationalité limitée des agents est une source potentielle de problèmes d'agence, en particulier entre actionnaires contrôleurs et actionnaires minoritaires. Ces problèmes sont essentiellement inhérents au pouvoir discrétionnaire des actionnaires contrôleurs sur les ressources de la firme, notamment celles excédant le besoin normal du cycle d'exploitation. La théorie du *free cash flow* développée par Jensen (1986) suggère que les liquidités excédentaires risquent d'être gaspillées dans des projets à valeur actuelle nette négative de façon à « gonfler » artificiellement la taille de la firme sans pour autant accroître la richesse des actionnaires. La recherche de latitude incite, également, les actionnaires contrôleurs à mobiliser plus de fonds internes qui maximiseraient leur marge de manœuvre tout en évitant la contrainte disciplinaire exercée par les marchés de capitaux. La présence de liquidités excédentaires est d'autant plus préjudiciable à la richesse des actionnaires lorsque les opportunités d'investissement qui se présentent à la firme ne sont pas suffisamment abondantes pour consommer les fonds internes mobilisés à cet effet.

Ces facteurs ne font qu'accentuer le risque d'expropriation des ressources liquides par les actionnaires jouissant d'un contrôle substantiel sur la firme². Ainsi, les actionnaires contrôleurs préfèrent mobiliser davantage de ressources liquides leur permettant d'obtenir des bénéfices privés et d'accroître ainsi leur richesse personnelle. Cette thèse est largement soutenue par une littérature récente qui étudie l'effet de la qualité du système de gouvernance sur la détention de liquidités par les firmes. Ainsi, Harford *et al.* (2008) trouvent que les firmes riches en liquidités s'engagent dans des acquisitions non rentables lorsque les mécanismes de gouvernance mis en place sont inefficaces. De leur part, Dittmar *et al.* (2003) montrent que les firmes situées dans les pays à faible protection des actionnaires minoritaires disposent de deux fois plus de

2. Par exemple, la société Chrysler a implanté, en 1995, la bataille de procurations de Jack Kerkorian afin d'apporter des restrictions quant à la détention de liquidités au sein de la firme.

liquidités que celles situées dans les pays offrant une bonne protection aux investisseurs et ce, nonobstant le degré du développement des marchés financiers. Les auteurs attribuent cette différence dans la détention de liquidités à l'existence potentielle de davantage de problèmes d'agence dans les environnements qui protègent moins bien les actionnaires minoritaires. Cet argument met en exergue l'importance des coûts d'agence inhérents à la détention de liquidités excédentaires et écarte ainsi la thèse de mobilisation de fonds internes causée par la présence de contraintes financières. Egalement, Kalcheva et Lins (2007) argumentent qu'une faible protection des actionnaires conjuguée à un système inefficace de gouvernance sont souvent associés à de plus amples liquidités. Ils expliquent, en outre, qu'une meilleure qualité de gouvernance atténue le risque de détournement des liquidités par les managers ce qui améliore la contribution des liquidités additionnelles à la valeur de la firme³. Soutenant la thèse de la discréption managériale, Couderc (2006) trouve, qu'en France, les firmes les plus riches en ressources liquides sont les moins performantes. Il conclut qu'une forte détention de liquidités illustre une situation d'enracinement du dirigeant causée par l'insuffisance de surveillance de ses décisions relatives à la politique financière de la firme.

En somme, ce courant de littérature assez récent traitant de la détention de liquidités met en exergue l'importance de la qualité du système de gouvernance dans l'explication du niveau des liquidités. Sous cet angle, nous nous intéressons à l'examen de l'efficacité du conseil d'administration en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprises, dans un contexte dominé par des firmes à structure de propriété concentrée. Cette efficacité est notamment évaluée en étudiant l'effet des différentes caractéristiques du conseil sur la politique de détention de liquidités par les firmes.

9.3. Efficacité du conseil d'administration et détention de liquidités

Le travail de Fama et Jensen (1983) souligne l'importance des mécanismes internes de discipline, plus particulièrement le conseil d'administration, dans la bonne gouvernance des entreprises. En effet, les administrateurs bénéficient d'un accès direct aux différentes informations relatives à la gestion stratégique de la firme, ce qui leur permet d'assurer une bonne surveillance de sa performance et de garantir une certaine qualité des informations divulguées au marché. L'importance de ce rôle de surveillance dépend de la qualité du contexte légal et du degré de protection des investisseurs dans le pays. En France, le conseil d'administration agit en tant qu'organe d'approbation des décisions managériales en plus d'être un organe de réflexion aidant à la préparation de ces décisions.

3. Quelques travaux empiriques portant sur les déterminants de la détention de liquidités, dont celui d'Opfer *et al.* (1999), n'ont pas abouti à des résultats concluants quant à la présence de problèmes d'agence associés à des niveaux élevés de liquidités. Ceci peut être expliqué, comme l'indique Kalcheva et Lins (2007), par le fait que ces études ont été conduites dans le contexte américain caractérisé par un solide système de gouvernance des entreprises peu propice à l'opportunisme managérial impliquant notamment l'utilisation inefficace des fonds disponibles.

Ainsi, la théorie positive de l’agence attribue l’augmentation de la richesse des actionnaires au contrôle efficace exercé par les administrateurs. L’efficacité du conseil est alors évaluée à travers son aptitude à aligner les décisions de la direction avec les intérêts des actionnaires de façon à réduire la perte de valeur actionnariale. Dans un contexte où la propriété est concentrée entre les mains d’actionnaires ayant un pouvoir discrétionnaire considérable, un conseil d’administration efficace doit être en mesure de contrecarrer les comportements opportunistes de ces actionnaires et de limiter, éventuellement, les coûts d’agence associés, entre autres, à la présence de liquidités « oisives ».

Afin de pouvoir bien assurer les missions qui lui sont assignées, le conseil d’administration doit observer certaines conditions relatives à sa structure et à sa composition. Au niveau des travaux empiriques en la matière, l’efficacité du conseil d’administration est appréhendée au travers de caractéristiques qui sont à même d’influencer l’ampleur des coûts d’agence.

9.3.1. Dualité des fonctions de directeur général et de président du conseil d’administration

A l’occasion de l’exercice de ses fonctions, le dirigeant est en mesure d’acquérir des connaissances spécifiques sur la firme qui favoriseraient son enracinement et accroîtraient sa latitude. Ce pouvoir discrétionnaire semble se renforcer davantage lorsque le directeur général occupe également la fonction de président du conseil d’administration. Dans ce cas, le rôle disciplinaire reconnu au conseil d’administration risque d’être compromis du fait de la réticence du président directeur général à diffuser les informations nécessaires à l’évaluation adéquate des actions managériales (Fama et Jensen, 1983). Ainsi, le cumul de ces deux fonctions serait susceptible de limiter l’étendue de la surveillance exercée par le conseil de manière à passer outre la détection des actions relevant de l’opportunisme managérial.

Suite à cette analyse, il est attendu que les conseils présidés par le directeur général soient moins efficaces dans la limitation de la discréption managériale notamment en matière de gestion de liquidités. Ceci suggère que la dualité des fonctions favorisera la détention de liquidités excédentaires entre les mains des actionnaires contrôleur dans les firmes à propriété concentrée⁴. L’ensemble de ces arguments permettent d’avancer notre première hypothèse:

HYPOTHÈSE 9.1. – *Le niveau des liquidités est plus élevé dans les firmes où le directeur général est aussi président du conseil d’administration.*

9.3.2. Structure du conseil d’administration

4. A ce niveau, parler d’actionnaires contrôleur en tant que détenteurs de pouvoir de gestion des firmes françaises est légitimé par leur omniprésence dans les équipes dirigeantes. Boubaker (2007) trouve que dans 85,79 % des cas la direction des firmes françaises cotées est confiée à un membre de la famille contrôleur.

En France, les firmes ont la possibilité d'adopter soit un système de gestion traditionnel à conseil d'administration, soit un système de gestion dualiste à directoire et conseil de surveillance. Par rapport au modèle moniste du conseil, l'avantage du modèle dualiste est qu'il permet une séparation plus formalisée entre les activités de surveillance et celles de la gestion de la firme. Ceci suggère que la qualité de surveillance exercée par le conseil est meilleure dans le modèle dualiste et que, par conséquent, le modèle moniste offre plus d'opportunités aux actionnaires contrôleur d'exproprier les ressources de la firme. Roosenboom et Schramade (2006) trouvent que les entreprises françaises qui s'introduisent en bourse ont plus tendance à adopter un conseil à système moniste qui permet aux dirigeants d'accroître leur latitude discrétionnaire, en cumulant la fonction de gestion de la firme et celle de la présidence du conseil d'administration. Dans un contexte de propriété concentrée, le modèle moniste du conseil est plus susceptible d'être poreux en étant moins strict quant à l'utilisation des fonds disponibles par les actionnaires contrôleur en vue d'obtenir des bénéfices privés. Il est alors attendu que les liquidités excédentaires détenues soient plus importantes en présence d'un système moniste à conseil d'administration étant moins disposé à offrir une surveillance de qualité. Notre deuxième hypothèse se présente ainsi-:

HYPOTHESE 9.2. – Le niveau des liquidités est plus élevé dans les firmes adoptant le modèle moniste du conseil que dans celles adoptant le modèle dualiste.

9.3.3. Composition du conseil d'administration

La composition du conseil d'administration constitue souvent un facteur déterminant de la qualité de sa prestation en tant que mécanisme de gouvernance. Ainsi, et contrairement aux autres types d'administrateurs, les administrateurs externes indépendants sont réputés participer en toute objectivité aux travaux du conseil étant donné qu'ils n'entretiennent aucune relation avec la société, à part le fait d'être membres de son conseil d'administration. Ces membres indépendants du conseil sont sélectionnés pour leur expertise et savoir-faire dans le secteur d'activité de l'entreprise. Leurs intérêts personnels se résument à valoriser leur capital humain, fortement lié à leur réputation en tant qu'experts indépendants sur le marché des administrateurs. En outre, la compétition des administrateurs indépendants sur le marché du travail, ainsi que leur rémunération souvent indexée sur la performance de la firme, les incitent à mettre en place toutes les diligences requises pour surveiller les actions managériales (Fama et Jensen, 1983).

Dans un contexte de propriété concentrée, l'indépendance du conseil d'administration est en mesure de renforcer la protection des actionnaires minoritaires qui n'ont aucun pouvoir de contrôle sur la firme. A titre d'exemple, certaines conventions dites « spéciales » requièrent l'autorisation préalable du conseil d'administration, ce qui rend coûteux le détournement des ressources de la firme à des fins personnelles, notamment par les actionnaires contrôleur⁵. A cet effet, un conseil indépendant est potentiellement plus efficace dans un environnement où le risque

5. A cet effet, le Code de commerce français prévoit des mesures spéciales pour autoriser les transactions effectuées avec la société et engageant notamment les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires contrôleur (Articles L.225-38 et L.225-39).

d'extraction de bénéfices privés par ceux qui contrôlent la firme est plus important. Par conséquent, les actionnaires contrôleurs tendent à renforcer leur pouvoir de contrôle dans la firme en augmentant leur représentation au niveau du conseil d'administration. Dans une étude portant sur des firmes taïwanaises, Yeh et Woidtke (2005) montrent que la valeur de la firme diminue avec la présence d'administrateurs représentant les intérêts de l'actionnaire contrôleur. Ceci a permis aux auteurs de conclure que la composition du conseil d'administration pourrait refléter l'ampleur des coûts d'agence dans un contexte de propriété concentrée.

Vu que le risque d'expropriation de la richesse de la firme augmente avec le niveau de détention de liquidités excédentaires, il est attendu que les firmes disposent de peu de liquidités lorsque le conseil est indépendant. Ceci nous permet d'avancer notre troisième hypothèse :

HYPOTHESE 9.3. – *Le niveau des liquidités diminue avec l'indépendance du conseil d'administration.*

9.3.4. Présence d'administrateurs à mandats cumulés

Les travaux récents sur les caractéristiques du conseil d'administration révèlent l'importance du nombre de mandats que les administrateurs exercent en dehors de la firme dans l'évaluation du rôle disciplinaire du conseil (Ferris *et al.*, 2003). En effet, plus l'administrateur est occupé par d'autres mandats, plus il risque de manquer les réunions du conseil d'administration de la firme. De plus, l'occupation de l'administrateur par de nombreux mandats est susceptible de lui rendre la tâche de vérification de toutes les informations communiquées lors des réunions du conseil, difficile et coûteuse. Dans ce cas, l'administrateur est contraint à faire confiance aux informations qu'il obtient auprès des acteurs internes à l'entreprise, ce qui risque de nuire à la qualité de son jugement des actions managériales. Ceci est d'autant plus préjudiciable dans un contexte de propriété concentrée où les actionnaires contrôleurs ne sont évidemment pas disposés à informer le conseil d'administration de certaines de leurs actions, notamment celles qui viennent à l'encontre des intérêts des autres actionnaires.

Du moment où la détention de liquidités excédentaires stimule la propension des actionnaires contrôleurs à s'engager dans la consommation de bénéfices privés, il est attendu que le niveau de ces liquidités soit plus important en cas de cumul de mandats d'administrateur. En suivant cette analyse, nous formulons notre quatrième hypothèse :

HYPOTHESE 9.4. – *Le niveau des liquidités est plus élevé en présence d'administrateurs à mandats cumulés.*

9.4. Echantillon et données

Nous entamons notre démarche empirique par la construction de l'échantillon des entreprises à étudier ainsi que la description des sources des données utilisées. Nous expliquons également l'approche employée pour mesurer l'efficacité du conseil d'administration. Enfin, nous procédons à la spécification du modèle à tester.

9.4.1. Construction de l'échantillon et sources de données

Notre échantillon initial est composé de l'ensemble des entreprises françaises cotées figurant dans la base Worldscope et ce, sur la période 2001-2007. Nous avons écarté les entreprises appartenant au secteur financier ainsi que les firmes d'utilité publique en raison des réglementations spécifiques régissant la mobilisation de leurs ressources liquides. Nous avons également éliminé les entreprises dont les données financières et de gouvernance ne sont pas disponibles. L'échantillon final comprend 3 315 observations provenant de 605 entreprises observées sur la période allant de 2001 à 2007.

Les données financières sont directement extraites de la base Worldscope. Les données des caractéristiques du conseil d'administration sont collectées manuellement dans les rapports annuels des firmes, téléchargeables depuis le site de l'AMF et les sites officiels des entreprises.

9.4.2. Construction des variables mesurant l'efficacité du conseil d'administration

Les principales caractéristiques du conseil d'administration susceptibles d'affecter les coûts d'agence seraient mesurées comme suit :

- dualité des fonctions (*CA_dualité*) : cette variable est dichotomique, elle prend la valeur 1 si le dirigeant est à la fois le président du conseil d'administration, 0 sinon. Dans le cas particulier des firmes familiales, cette dualité des fonctions est présumée exister même lorsque les fonctions de direction générale et de présidence du conseil d'administration sont assurées par deux personnes appartenant à la famille contrôleur ;

- structure du conseil d'administration (*CA_modèle*) : cette variable est dichotomique, elle prend la valeur 1 si l'entreprise a opté pour un directoire et un conseil de surveillance, 0 si elle a opté pour un conseil d'administration. En cas de changement de la structure du conseil d'administration au cours de l'année, nous tenons compte du système présent à la clôture de l'année calendaire ;

- degré d'indépendance du conseil d'administration (*CA_independance*) : cette variable est mesurée par le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants à la taille du conseil. Le critère d'indépendance adopté par les firmes est souvent conforme à celui édicté par les recommandations des différents guides de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises françaises ;

- degré d'occupation du conseil d'administration (*CA_occupation*) : cette variable est dichotomique, elle prend la valeur de 1 lorsque le conseil d'administration

est « occupé », 0 sinon. Pour mesurer cette variable, nous suivons la littérature existante en la matière dont l'étude de Ferris *et al.* (2003) et nous considérons comme « administrateur occupé », celui qui cumule plus de deux mandats d'administrateur en dehors de la firme. Un conseil d'administration est par suite « occupé » lorsque plus de la moitié des administrateurs sont « occupés ».

9.4.3. Spécification du modèle

Le niveau de détention de liquidités peut être expliqué à partir de certaines caractéristiques financières de la firme. Nous nous basons sur le modèle d'Opler *et al.* (1999) portant sur les déterminants du niveau normal de liquidités pour étudier l'effet de l'efficacité du conseil d'administration sur la détention de liquidités. D'après les analyses théoriques, nous nous attendons à ce que les caractéristiques du conseil d'administration accentuent les coûts d'agence affectent positivement la détention de liquidités alors que celles diminuant ces coûts réduisent le niveau de liquidités des firmes.

La variable dépendante de notre modèle de base est le niveau de liquidités des entreprises. Harford *et al.* (2008) notent que cette détention de liquidités est largement tributaire du secteur d'activité de la firme. Nous suivons cet argument pour approximer le volume de liquidités par une mesure ajustée à l'effet sectoriel. Pour obtenir cette mesure, nous considérons l'ensemble des entreprises françaises cotées disposant de données sur leur niveau de liquidités dans la base Worldscope. Ces firmes sont ensuite regroupées par secteur d'activité en suivant la classification sectorielle proposée par Campbell's (1996). Cette classification nous permet de subdiviser les entreprises de notre échantillon en 11 groupes sectoriels. Pour chaque groupe, nous calculons la valeur médiane annuelle de détention de liquidités, laquelle valeur sera soustraite du niveau observé de liquidités. De cette façon, la variable à expliquer (*Liquidités*) est mesurée, pour chaque entreprise, comme étant la différence entre, d'une part, le ratio rapportant les liquidités au total des actifs hors liquidités et, d'autre part, la valeur médiane sectorielle de ce ratio.

En plus des caractéristiques du conseil d'administration, le niveau de liquidités détenues par la firme est enclin à être influencé par d'autres variables relatives aux caractéristiques financières suivantes :

- taille de la firme (*Taille*) : cette variable est mesurée par le logarithme népérien de l'actif total indexé sur l'indice des prix à la consommation de l'année 2007. Dans la littérature portant sur les déterminants de la détention de liquidités, il ne semble pas y avoir un consensus sur le sens de la relation entre la taille de la firme et le niveau de liquidités. Ainsi, Miller et Orr (1966), parmi d'autres, argumentent que cette détention doit être moins importante dans les firmes de grande taille en raison de l'existence d'économie d'échelle. Ils expliquent que les grandes structures peuvent réaliser des prévisions assez parfaites leur permettant de réduire au minimum les stocks de liquidités. D'autres arguments, établissent, à contrario, que les grandes firmes doivent disposer de plus amples liquidités au vue de leur besoin accru de financer leur niveau important d'opportunités de croissance (Opler *et al.*, 1999). Par suite, nous n'énonçons pas de signe attendu pour cette relation ;

- opportunités de croissance (*Opp.Croissance*) : cette variable est mesurée par le ratio : [(valeur du marché des capitaux propres + valeur comptable des passifs)/ valeur comptable de l'actif total]. Davantage d'opportunités de croissance impliqueraient un besoin de financement plus important. Dans ce cas, la disponibilité de plus de liquidités au niveau de la firme fait épargner le coût additionnel lié au recours au financement externe (Myers et Majluf, 1984). L'augmentation du niveau des opportunités de croissance doit, par la suite, être accompagnée d'une détention plus importante de liquidités ;

- dépenses en recherche et développement (*R&D*) : cette variable est mesurée par le ratio : dépenses en R&D / (Actif total - Liquidités). A l'instar d'Opler *et al.* (1999), nous utilisons cette variable pour estimer les coûts de détresse financière. Plus le risque de détresse est élevé, plus les firmes sont incitées à se couvrir, notamment par la mobilisation d'un volume plus important de liquidités ;

- *cash flow* (*CashFlow*) : cette variable est mesurée par le ratio : [(Résultat d'exploitation - Charges financières - Impôts)/(Actif total - Liquidités)]. Selon la théorie du financement hiérarchique, une augmentation des *cash flows* est favorable à la détention de plus de liquidités. Cependant, la théorie de l'arbitrage prévoit que le volume des liquidités diminue avec le niveau des *cash flows*. Par conséquent, aucune hypothèse sur le signe de cette relation ne sera formulée ;

- besoin en fonds de roulement (*BFR*) : cette variable est mesurée par le ratio : [(Actifs Courants - Passifs Courants - Liquidités)/(Actif total - Liquidités)]. Elle représente la capacité d'autofinancement de la firme hors liquidités. Etant un substitut aux liquidités, le BFR doit potentiellement être associé négativement à la détention de liquidités des firmes ;

- volatilité des *cash flows* (*Volat.CashFlow*) : cette variable est mesurée par l'écart type sur les cinq dernières années du ratio [(Cash flows/(Actif total - Liquidités)]. Elle est introduite dans le modèle pour contrôler l'incertitude sur l'évolution des fonds internes de la firme. Plus cette incertitude est forte, plus la constitution de réserves de liquidités devient nécessaire impliquant une relation positive entre la détention de liquidités et la volatilité des *cash flows* ;

- endettement (*Endettement*) : cette variable est mesurée par le ratio : Dettes totales/Actif total. Il est attendu que l'endettement de la firme affecte négativement la détention de liquidités dans la mesure où les fonds disponibles sont généralement utilisés pour rembourser les dettes de la firme ;

- dépenses d'investissement (*Dépense.Invest*) : cette variable est mesurée par le ratio : dépenses d'Investissement/(Actif total - Liquidités). L'augmentation de ces dépenses est souvent accompagnée d'une diminution du niveau de liquidités en tant que moyen privilégié de financement. Une relation négative est par suite attendue entre la détention de liquidités et le niveau des dépenses d'investissement ;

- dividendes distribués (*Dividendes*) : cette variable est mesurée par le ratio : Dividendes/Actif total. Etant donné que le paiement de dividendes est effectué en espèces, il est attendu que la distribution de dividendes réduit le niveau de liquidités des firmes.

Ainsi, le modèle suivant est à estimer suivant la méthode des modèles à effets fixes :

$$\begin{aligned}
\text{Liquidités}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CA}_{i,t} + \beta_2 \text{Taille}_{i,t} + \beta_3 \text{Opp.Croissance}_{i,t} + \beta_4 \text{R\&D}_{i,t} \\
& + \beta_5 \text{CashFlow}_{i,t} + \beta_6 \text{BFR}_{i,t} + \beta_7 \text{Volat.CashFlow}_{i,t} + \beta_8 \text{Endettement}_{i,t} + \beta_9 \\
& \text{Dépense.Invest}_{i,t} + \beta_{10} \text{Dividendes}_{i,t} + \varepsilon_{i,t},
\end{aligned}$$

où CA représente les variables mesurant l'efficacité du conseil d'administration ; ε représente le terme résiduel ; les indices i et t représentent respectivement l'entreprise et l'année. Toutes les variables sont décrites dans le tableau 9.1.

Variable	Définition	Mesure	Signe attendu	Signe trouvé	Interprétation
<i>CA_dualité</i>	Dualité des fonctions du dirigeant	Variable dichotomique, égale à 1 si le directeur général est à la fois le président du conseil d'administration, 0 sinon.	(+)	(+)	Le niveau de liquidités est plus élevé lorsque le directeur général est aussi président du conseil d'administration
<i>CA_modèle</i>	Structure du conseil d'administration	Variable dichotomique, égale à 1 si l'entreprise a opté pour un directoire et un conseil de surveillance, 0 si elle a opté pour un conseil d'administration.	(-)	(-)	Le niveau de liquidités est moins important dans les firmes ayant un directoire et un conseil de surveillance que dans celles ayant un conseil d'administration.
<i>CA_indépendance</i>	Degré d'indépendance du conseil d'administration	Nombre d'administrateurs indépendants rapporté à la taille du conseil d'administration.	(-)	(-)	Le niveau de liquidités diminue avec l'indépendance du conseil d'administration.
<i>CA_occupation</i>	Degré d'occupation du conseil d'administration	Variable dichotomique, égale à 1 s'il y a plus de la moitié des administrateurs qui cumulent plus de 2 mandats d'administrateur en dehors de la firme, 0 sinon.	(+)	Non sign	La présence d'administrateurs à mandats cumulés n'affecte pas le niveau de liquidités.
<i>Taille</i>	Taille de la firme	Logarithme népérien de l'actif total en milliers d'euros ajusté à l'indice des prix à la consommation de l'année 2007.	(?)	(+)	La détention de liquidités augmente avec la taille de l'entreprise.

<i>Opp.Croissance</i>	Niveau des opportunités de croissance	$[(\text{Valeur du marché des capitaux propres} + \text{Valeur comptable des passifs}) / \text{Valeur comptable de l'Actif total}]$.	(+)	(+)	La détention de liquidités augmente avec le niveau des opportunités de croissance.
<i>R&D</i>	Niveau des dépenses de recherche et développement	Dépenses en R&D/ (Actif total-Liquidités).	(+)	(+)	La détention de liquidités augmente avec les dépenses de recherche et développement.
<i>CashFlow</i>	Niveau des <i>cash flows</i>	$[(\text{Résultat d'exploitation-Charges financières-Impôts}) / (\text{Actif total-Liquidités})]$.	(?)	(-)	La détention de liquidités diminue avec le niveau des <i>cash flows</i> .
<i>BFR</i>	Besoin en fonds de roulement	$[(\text{Actifs Courants-Passifs Courants-Liquidités}) / (\text{Actif total-Liquidités})]$.	(-)	(-)	La détention de liquidités diminue avec le niveau du besoin en fonds de roulement.
<i>Volat.CashFlow</i>	Volatilité des <i>cash flows</i>	Ecart type sur les cinq dernières années du ratio $[(\text{Cash flows}) / (\text{Actif total-Liquidités})]$.	(+)	(+)	La détention de liquidités augmente avec la volatilité des <i>cash flows</i> .
<i>Endettement</i>	Niveau d'endettement	Dettes totales/Actif total.	(-)	(-)	La détention de liquidités diminue avec le niveau de l'endettement.
<i>Dépense.Invest</i>	Dépenses d'investissement	Dépenses d'Investissement/ (Actif total-Liquidités).	(-)	(-)	La détention de liquidités diminue avec le niveau des dépenses d'investissement.
<i>Dividendes</i>	Dividendes distribués	Dividendes/Actif total.	(-)	(-)	La détention de liquidités diminue avec le niveau de distribution des dividendes.

Tableau 9.1. Hypothèses et synthèse des résultats

9.5. Principaux résultats

Dans cette section, nous exposons les principales caractéristiques de notre échantillon ainsi que le résultat de l'analyse des corrélations entre les différentes variables utilisées dans l'étude. Ensuite, nous commentons les résultats de l'analyse multivariée de l'effet de la qualité du conseil d'administration sur le niveau de la détention de liquidités.

9.5.1. *Caractéristiques de l'échantillon*

Le tableau 9.2 donne un aperçu des caractéristiques de l'échantillon objet de notre recherche. Le panel A présente une description des caractéristiques du conseil d'administration des firmes de l'échantillon. Les chiffres indiquent qu'environ 70 % des firmes ont un directeur général qui préside en même temps le conseil d'administration, et que près de 75 % des firmes adoptent un système moniste à conseil d'administration. Ceci n'est pas surprenant dans un contexte de propriété concentrée comme la France où les actionnaires contrôleurs ont tendance à renforcer leur pouvoir de contrôle en cumulant la fonction de gestion et celle de surveillance. Sur un autre plan, les administrateurs indépendants sont présents dans plus de 57 % des entreprises de notre échantillon. Ceci semble être en conformité avec les recommandations des guides français de bonnes pratiques de gouvernance tels que les rapports Viénot (1995, 1999). Enfin, plus de 72 % des firmes possèdent un conseil dominé par des administrateurs cumulant de multiples mandats d'administrateur. Le panel B du tableau 9.2 montre que les entreprises françaises cotées affichent une moyenne de liquidités ajustée de 2,97 % alors que sa valeur médiane avoisine zéro.

Le tableau 9.2 présente une description de l'échantillon de l'étude. Le panel A fournit la répartition des firmes selon les caractéristiques du conseil d'administration. Le panel B présente les statistiques descriptives des caractéristiques financières. *Liquidités* est le volume des liquidités ajusté de l'effet sectoriel, mesuré par la différence entre le ratio [Liquidités/(Actif total-Liquidités)] et la valeur médiane de ce ratio pour le secteur d'activité auquel appartient la firme par référence à la classification sectorielle de Campbell (1996). *Taille* est la taille de la firme, mesurée par le logarithme népérien de l'Actif total en milliers d'euros ajusté à l'indice des prix à la consommation de l'année 2007. *Opp.Croissance* est les opportunités de croissance, mesurées par le ratio : [(Valeur du marché des capitaux propres+Valeur comptable des passifs)/Valeur comptable de l'Actif total]. *R&D* est les dépenses de Recherche et Développement, mesurées par le ratio : dépenses en R&D/(Actif total-Liquidités). *CashFlow* est les *cash flows*, mesurés par le ratio : [(Résultat d'exploitation-Charges financières-Impôts)/(Actif total-Liquidités)]. *BFR* est le besoin en fonds de roulement, mesuré par le ratio : [(Actifs Courants-Passifs Courants-Liquidités)/(Actif total-Liquidités)]. *Volat.CashFlow* est la volatilité des *cash flows*, mesurée par l'écart type sur les cinq dernières années du ratio [(Cash flows/(Actif total-Liquidités)]. *Endettement* est l'endettement, mesuré par le ratio : Dettes totales/Actif total. *Dépense.Invest* est les dépenses d'Investissement, mesurées par le ratio : dépenses d'Investissement/(Actif total-Liquidités). *Dividendes* est les dividendes distribués, mesurés par le ratio : Dividendes/Actif total. *CA_dualité* est la dualité des fonctions du dirigeant. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si le directeur général est à la fois le président du conseil d'administration, 0 sinon. *CA_modèle* est la structure du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si l'entreprise a opté pour un directoire et un conseil de surveillance, 0 si elle a opté pour un conseil d'administration. *Présence_Indépendants* est l'indépendance du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants à la taille du conseil d'administration est supérieur à la médiane, 0 sinon. *CA_occupation* est le degré d'occupation du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si plus de la moitié des administrateurs cumulent plus de 2 mandats d'administrateur en dehors de la firme.

Panel A : répartition des firmes selon les caractéristiques du conseil d'administration						
Caractéristique du conseil d'administration	0		1		Total	
	N	%	N	%		
CA_dualité	1 007	30,38 %	2 308	69,62 %	3315	
CA_modèle	2 462	74,27 %	853	25,73 %	3315	
Présence_Indépendants	1 408	42,47 %	1 907	57,53 %	3315	
CA_occupation	927	27,96 %	2 388	72,04 %	3315	

Panel B : statistiques descriptives des caractéristiques financières							
Variable	Minimum	25 ^e percentile	Moyenne	Médiane	75 ^e percentile	Maximum	Ecart-type
Liquidités	-0,0694	-0,0222	0,0297	0,0001	0,0418	0,9628	0,1032
Taille	3,2756	10,5273	12,0928	11,7337	13,3093	18,6257	2,1809
Opp.Croissance	0,6553	1,0713	1,7721	1,3716	1,8568	11,3645	1,4348
R&D	0	0	0,0198	0	0,0051	0,3222	0,0566
CashFlow	-0,6388	0,0376	0,0619	0,0772	0,1190	0,4285	0,1426
BFR	-0,8557	-0,0528	0,0917	0,0811	0,2409	0,7492	0,2582
Volat.CashFlow	0,0028	0,0246	0,0439	0,0353	0,0639	0,1369	0,0257
Endettement	0	0,0760	0,2202	0,2024	0,3253	0,8129	0,1712
Dépense.Invest	0	0,0170	0,0499	0,0374	0,0648	0,3190	0,0503
Dividendes	0	0	0,0111	0,0055	0,0150	0,0914	0,0170

Tableau 9.2. Caractéristiques de l'échantillon

9.5.2. Corrélations

Le tableau 9.3 présente les coefficients de corrélation entre les variables de l'étude. Les chiffres révèlent que les corrélations du niveau des liquidités avec les variables mesurant l'efficacité du conseil d'administration présentent le signe attendu. En effet, les caractéristiques du conseil qui sont associées à une accentuation des coûts d'agence (*CA_dualité* et *CA_occupation*) affichent une forte corrélation positive avec la détention de liquidités, alors que les caractéristiques diminuant potentiellement les coûts d'agence (*CA_modèle* et *CA_indépendance*) présentent une forte corrélation négative avec le niveau des liquidités des firmes. Les variables relatives aux caractéristiques financières de la firme affichent elles-aussi le signe attendu. En particulier, la corrélation entre la taille de la firme et le niveau des liquidités est négative alors que le niveau des opportunités de croissance, le risque de défaillance et la volatilité des *cash flows* sont en corrélation positive avec la détention de liquidités. Le besoin en fonds de roulement et l'endettement sont, pour leur part, corrélés négativement aux liquidités détenues par les firmes.

Sur un autre plan, nous remarquons la présence d'une forte corrélation entre les différentes variables indépendantes, ce qui laisse présager l'existence d'un problème de multicolinéarité au niveau de notre modèle de base. A cet effet, nous avons conduit un test supplémentaire qui nous a permis de s'assurer que les valeurs des VIF (*variance inflation factor*) sont suffisamment faibles (elles varient entre 1,06 et 1,73 ce qui est largement en dessous de la valeur critique de 10), confirmant ainsi l'absence de problèmes de multicolinéarité.

Le tableau 9.3 présente les coefficients de corrélation entre les différentes variables : *Liquidités* est le volume des liquidités ajusté de l'effet sectoriel, mesuré par la différence entre le ratio [Liquidités/(Actif total - Liquidités)] et la valeur médiane de ce ratio, pour le secteur d'activité auquel appartient la firme par référence à la classification sectorielle de Campbell (1996). *Taille* est la taille de la firme, mesurée par le logarithme népérien de l'actif total en milliers d'euros, ajusté à l'indice des prix à la consommation de l'année 2007. *Opp.Croissance* est les opportunités de croissance, mesurées par le ratio : [(Valeur du marché des capitaux propres+Valeur comptable des passifs)/Valeur comptable de l'Actif total]. *R&D* est les dépenses de recherche et développement, mesurées par le ratio : dépenses en R&D/(Actif total - Liquidités). *CashFlow* est les *cash flows*, mesurés par le ratio : [(Résultat d'exploitation - Charges financières-Impôts)/ (Actif total - Liquidités)]. *BFR* est le besoin en fonds de roulement, mesuré par le ratio : [(Actifs Courants-Passifs Courants-Liquidités)/(Actif total-Liquidités)]. *Volat.CashFlow* est la volatilité des *cash flows*, mesurée par l'écart type sur les cinq dernières années du ratio [(Cash flows/(Actif total-Liquidités))]. *Endettement* est l'endettement, mesuré par le ratio : Dettes totales/Actif total. *Dépense.Invest* est les dépenses d'Investissement, mesurée par le ratio : dépenses d'Investissement/(Actif total-Liquidités). *Dividendes* est les dividendes distribués, mesurés par le ratio : Dividendes/Actif total. *CA_dualité* est la dualité des fonctions du dirigeant. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si le directeur général est à la fois le président du conseil d'administration, 0 sinon. *CA_modèle* est la structure du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si l'entreprise a opté pour un directoire et un conseil de surveillance, 0 si elle a opté pour un conseil d'administration. *CA_Indépendance* est le degré d'indépendance du conseil d'administration. C'est le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants à la taille du conseil d'administration. *CA_occupation* est le degré d'occupation du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si plus de la moitié des administrateurs cumulent plus de 2 mandats d'administrateur en dehors de la firme. ^a, ^b et ^c indiquent la significativité statistique au seuil de 1 %, 5 %, et 10 %, respectivement.

Variable	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 Liquidités	1													
2 CA_dualité	0,0584 ^b	1												
3 CA_modèle	-0,1015 ^a	-0,6211 ^a	1											
4 CA_indépendance	-0,1219 ^a	-0,1898 ^a	0,1494 ^a	1										
5 CA_occuperation	0,2042 ^a	0,0060	0,0970 ^a	-0,2164 ^a	1									
6 Taille	-0,4055 ^a	-0,1085 ^a	0,0217	0,4519 ^a	-0,3264 ^a	1								
7 Opp.Croissance	0,5633 ^a	0,0034	-0,0288	-0,0846 ^a	0,1069 ^a	-0,2573 ^a	1							
8 R&D	0,4072 ^a	0,0045	-0,0755 ^a	0,1539 ^a	0,0075	-0,0617 ^a	0,3376 ^a	1						
9 CashFlow	-0,0003	0,0122	0,0333	-0,0023	0,0268	0,0784 ^a	0,0443 ^c	0,0308	1					
10 BFR	-0,0606 ^a	0,0518 ^b	0,0895 ^a	-0,0949 ^a	0,2186 ^a	-0,2547 ^a	-0,0055	0,0760 ^a	0,1373 ^a	1				
11 Volat.CashFlow	0,2230 ^a	-0,0212	-0,0362	-0,0252	0,0162	-0,1902 ^a	0,1698 ^a	0,1282 ^a	0,0250	-0,0980 ^a	1			
12 Endettement	-0,2722 ^a	-0,0742 ^a	0,0253	0,1232 ^a	-0,1860 ^a	0,3254 ^a	-0,2176 ^a	-0,1360 ^a	-0,1837 ^a	-0,3593 ^a	-0,1346 ^a	1		
13 Dépense.Invest	-0,0187	-0,0596 ^b	0,0481 ^b	-0,0120	0,0270	0,0370	0,0284	-0,0418 ^c	0,0671 ^a	-0,1384 ^a	-0,1212 ^a	0,1104 ^a	1	
14 Dividendes	0,0132	-0,0527 ^b	0,0108	-0,0109	-0,0041	0,0092	0,1828 ^a	-0,0065	0,0758 ^a	-0,0185	-0,0090	0,0408 ^c	-0,0140	1

Tableau 9.3. Corrélations

9.5.3. Résultats de l'analyse multivariée

Le tableau 9.4 expose les résultats des différentes régressions de notre modèle de base en introduisant à chaque fois, séparément, une variable exprimant une caractéristique du conseil d'administration. Le pouvoir explicatif de l'ensemble des régressions semble être assez satisfaisant. En effet, les coefficients de détermination des différents modèles sont assez élevés variant entre 17,74 % et 18,10 %. Le test de Fisher-Snedecor, à son tour, soutient le fait que ces modèles peuvent être pertinents dans l'explication du niveau des liquidités, étant donné que les valeurs statistiques de Fisher sont toutes supérieures à 10 et fortement significatives aux seuils conventionnels.

De prime à bord, nous examinons l'effet des caractéristiques financières des firmes sur le niveau des liquidités à disposition des firmes. Le tableau 9.4 montre que l'ensemble des variables exprimant ces dimensions financières entrent avec le signe escompté. En particulier, la taille de la firme présente un effet négatif sur le niveau des liquidités suggérant l'existence d'un effet d'économie d'échelle sur la détention de liquidités par les firmes de grande taille. Sur un autre plan, l'existence davantage d'opportunités de croissance est accompagnée, conformément à nos attentes, d'une augmentation du niveau de liquidités en tant que moyen de financement des projets rentables. La détention de liquidités est également plus importante lorsque le risque de défaillance de la firme ainsi que la volatilité de ses *cash-flows* sont plus élevés, ce qui suppose que les fonds liquides peuvent être mobilisés afin de couvrir le risque de pénurie des ressources financières.

Concernant le besoin en fonds de roulement, il est associé négativement aux liquidités ce qui indique que ces deux sources d'autofinancement sont substituables. Enfin, la détention de liquidités par les firmes diminue avec le niveau de leur endettement, le volume de leurs dépenses d'investissement, ainsi qu'avec le montant des dividendes versés. Ce dernier résultat montre que les fonds liquides sont potentiellement utilisés pour le remboursement des emprunts et la réalisation de nouveaux investissements ainsi que pour la distribution aux actionnaires.

Nous passons, à présent, à l'examen de la validité de nos hypothèses et ce en introduisant les variables estimant les caractéristiques du conseil d'administration une par une au niveau des équations Eq.(1) à Eq.(4).

9.5.3.1. Dualité des fonctions du dirigeant et détention de liquidités

Nous commençons par examiner l'effet du cumul des fonctions par le dirigeant sur le niveau des liquidités. Les résultats de l'équation Eq.(1) (tableau 9.4) montrent que lorsque le directeur général est en même temps président du conseil d'administration,

les firmes sont enclines à disposer de plus de liquidités que dans le cas où les deux fonctions sont occupées par deux personnes différentes. Ainsi, le coefficient de la variable *CA_dualité* est positif et statistiquement significatif au seuil de 1 %. Ce résultat confirme notre hypothèse H1 suggérant que l'accumulation de liquidités est favorisée par la dualité des fonctions du dirigeant. Cette situation semble à même de renforcer le pouvoir discrétionnaire des actionnaires contrôleur vu que, souvent, le président directeur général est membre de la famille contrôleur, ou choisi par l'entité de contrôle. Des niveaux importants de liquidités sont, en effet, susceptibles de promouvoir les activités d'expropriation par ces actionnaires, les incitant à mobiliser plus de fonds liquides.

9.5.3.2. Structure du conseil d'administration et détention de liquidités

Les résultats de la régression de l'équation Eq.(2) (tableau 9.4) indiquent que la détention de liquidités est moins importante lorsque la firme adopte un système de gestion dualiste à directoire et conseil de surveillance que lorsqu'elle adopte un système moniste à conseil d'administration. Le coefficient de la variable *CA_modèle* est négatif et statistiquement significatif au seuil de 1 %. Ce résultat corrobore l'hypothèse H2 prévoyant que les firmes détiennent moins de liquidités en présence d'un système de gestion dualiste. La séparation des activités de gestion et de surveillance semble être en mesure de limiter le volume des liquidités à la disposition des actionnaires contrôleur ce qui réduit les opportunités d'une utilisation inefficace de ces fonds.

9.5.3.3. Indépendance du conseil d'administration et détention de liquidités

L'équation Eq.(3) analyse l'effet du degré d'indépendance du conseil d'administration sur le niveau des liquidités détenues par les firmes. Les résultats (tableau 9.4) montrent que les liquidités diminuent avec l'indépendance du conseil. En effet, la variable *CA_indépendance* présente un signe négatif et statistiquement significatif au seuil de 1 %. Ce résultat est en conformité avec l'hypothèse H3 suggérant qu'une meilleure qualité de surveillance par un conseil d'administration plus indépendant réduit la latitude des actionnaires contrôleur, et par là, les risques d'expropriation des liquidités excédentaires de la firme.

9.5.3.4. Occupation du conseil d'administration et détention de liquidités

En dernier lieu, nous examinons l'effet du degré d'occupation du conseil d'administration sur la détention de liquidités. Les résultats correspondants sont présentés dans le tableau 9.4 (Eq.(4)). La variable *CA_occupation* présente un coefficient positif mais non statistiquement significatif. Ceci indique que le cumul de mandats par les administrateurs ne semble pas affecter le niveau de liquidités des firmes. En d'autres termes, l'occupation des administrateurs par d'autres mandats en dehors de la société n'a pas d'effets significatifs sur la propension des actionnaires contrôleur à accumuler des fonds liquides pour des fins d'expropriation.

Le tableau 9.4 présente les résultats des modèles à effets fixes des régressions des caractéristiques du conseil d'administration sur la détention de liquidités des firmes : la variable dépendante, *Liquidités*, est le volume des liquidités ajusté de l'effet sectoriel, mesuré par la différence entre le ratio [Liquidités/(Actif total-Liquidités)] et la valeur médiane de ce ratio pour le secteur d'activité auquel appartient la firme par référence à la classification sectorielle de Campbell (1996). *Taille* est la taille de la firme, mesurée par le logarithme népérien de l'actif total en milliers d'euros ajusté à l'indice des prix à la consommation de l'année 2007. *Opp.Croissance* est les opportunités de croissance, mesurées par le ratio : [(Valeur du marché des capitaux propres+Valeur comptable des passifs)/Valeur comptable de l'Actif total]. *R&D* est les dépenses de recherche et développement, mesurées par le ratio : dépenses en R&D/(Actif total-Liquidités). *CashFlow* est les *cash flows*, mesurée par le ratio : [(Résultat d'exploitation-Charges financières-Impôts)/ (Actif total-Liquidités)]. *BFR* est le besoin en fonds de roulement, mesuré par le ratio : [(Actifs Courants-Passifs Courants-Liquidités)/(Actif total-Liquidités)]. *Volat.CashFlow* est la volatilité des *cash flows*, mesurée par l'écart type sur les cinq dernières années du ratio [(Cash flows/(Actif total - Liquidités)]. *Endettement* est l'endettement, mesuré par le ratio : Dettes totales/Actif total. *Dépense.Invest* est les dépenses d'Investissement, mesurées par le ratio : dépenses d'Investissement/(Actif total - Liquidités). *Dividendes* est les dividendes distribués, mesurés par le ratio : Dividendes/Actif total. *CA_dualité* est la dualité des fonctions du dirigeant. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si le directeur général est à la fois le président du conseil d'administration, 0 sinon (Eq.(1)). *CA_modèle* est la structure du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si l'entreprise a opté pour un directoire et un conseil de surveillance, 0 si elle a opté pour un conseil d'administration (Eq.(2)). *CA_Indépendance* est le degré d'indépendance du conseil d'administration. C'est le ratio rapportant le nombre d'administrateurs indépendants à la taille du conseil d'administration (Eq.(3)). *CA_occupation* est le degré d'occupation du conseil d'administration. C'est une variable dichotomique qui est égale à 1 si plus de la moitié des administrateurs cumulent plus de 2 mandats d'administrateur en dehors de la firme (Eq.(4)). La statistique t de student est mentionnée entre parenthèses. ^a, ^b et ^c indiquent la significativité statistique aux seuils de 1 %, 5 %, et 10 %, respectivement.

	Eq.(1)	Eq.(2)	Eq.(3)	Eq.(4)
<i>CA_dualité</i>	0,0243 (3,40) ^a			
<i>CA_modèle</i>		-0,0224 (-2,41) ^b		
<i>CA_indépendance</i>			-0,0488 (-2,82) ^a	
<i>CA_occupation</i>				0,0028 (0,38)
<i>Taille</i>	0,0086 (2,19) ^b	0,0079 (2,01) ^b	0,0078 (2,00) ^b	0,0072 (1,85) ^c
<i>Opp.Croissance</i>	0,0314 (15,45) ^a	0,0314 (15,45) ^a	0,0311 (15,28) ^a	0,0313 (15,36) ^a
<i>R&D</i>	0,2781 (4,81) ^a	0,2725 (4,71) ^a	0,2669 (4,62) ^a	0,2665 (4,60) ^a
<i>CashFlow</i>	-0,0076 (-3,57) ^a	-0,0078 (-3,66) ^a	-0,0077 (-3,61) ^a	-0,0077 (-3,61) ^a
<i>BFR</i>	-0,1588 (-12,21) ^a	-0,1577 (-12,12) ^a	-0,1597 (-12,27) ^a	-0,1585 (-12,17) ^a
<i>Volat.CashFlow</i>	0,0263 (1,84) ^c	0,0269 (1,88) ^c	0,0267 (1,87) ^c	0,0264 (1,85) ^c
<i>Endettement</i>	-0,0952 (-4,78) ^a	-0,0983 (-4,94) ^a	-0,1012 (-5,09) ^a	-0,0999 (-5,01) ^a
<i>Dépense.Invest</i>	-0,0102 (-2,80) ^a	-0,0101 (-2,77) ^a	-0,0102 (-2,79) ^a	-0,0101 (-2,76) ^a
<i>Dividendes</i>	-0,1556 (-5,11) ^a	-0,1552 (-5,10) ^a	-0,1557 (-5,11) ^a	-0,1548 (-5,08) ^a
<i>Constante</i>	-0,1029 (-2,07) ^b	-0,0712 (-1,46)	-0,0635 (-1,30)	-0,0705 (-1,44)
Nb.Observations	3 315	3 315	3 315	3 315
Coefficient de determination	18,10 %	17,93 %	17,98 %	17,74 %
F de Fisher	10,50 ^a	10,46 ^a	10,48 ^a	10,35 ^a

Tableau 9.4. Effets des caractéristiques du conseil d'administration sur la détention de liquidités par les firmes

9.5. Conclusion

Se basant sur l'hypothèse du *free cash flow* développée par Jensen (1986), de nombreux travaux empiriques mettent en évidence la forte association entre la détention de liquidités et le niveau des coûts d'agence (Dittmar *et al.*, 2003 ; Harford *et al.*, 2008). Notre recherche s'inscrit dans cette lignée en se proposant d'examiner l'effet des caractéristiques du conseil d'administration des firmes à propriété concentrée sur leur niveau de liquidités. Ceci nous permet d'explorer la qualité du conseil d'administration dans un contexte caractérisé par la présence de firmes dont le contrôle est souvent concentré entre les mains d'actionnaires jouissant d'un pouvoir discréptionnaire substantiel.

Notre analyse empirique porte sur un échantillon de 605 firmes françaises cotées sur la période 2001-2007. Les résultats révèlent que la détention de liquidités est étroitement liée à l'efficacité du conseil d'administration. En particulier, le cumul des fonctions, de direction et de présidence du conseil d'administration par une même personne, est à l'origine d'une détention importante de liquidités. L'adoption d'un système de gestion moniste à conseil d'administration est, à son tour, accompagnée d'un niveau de liquidités plus élevé que celui généré par l'adoption d'un système dualiste à directoire et conseil de surveillance. Sur un autre plan, les firmes ayant des conseils d'administration indépendants ont tendance à détenir moins de liquidités. Quant au degré d'occupation du conseil d'administration, il ne semble pas affecter les liquidités de manière significative.

En somme, les caractéristiques qui sont présumées atténuer l'efficacité du conseil d'administration, à savoir le cumul des fonctions par le directeur général et la présence d'un système moniste à conseil d'administration, semblent inciter les firmes à augmenter leurs liquidités. En revanche, les caractéristiques considérées comme leviers potentiels de renforcement de l'efficacité des conseils, notamment l'indépendance des administrateurs, contribuent à réduire le volume des liquidités à la disposition des actionnaires contrôleur.

Globalement, nous apportons, à travers cette recherche, des preuves supplémentaires en faveur du rôle disciplinaire du conseil d'administration dans un contexte de propriété concentrée. En particulier, un conseil efficace peut atténuer le pouvoir discréptionnaire des actionnaires contrôleur, notamment en réduisant le volume de fonds liquides à leur disposition. Les opportunités offertes à ces actionnaires de détourner les liquidités pour en extraire des bénéfices privés sont, par conséquent, moins importantes. La gestion des liquidités à la lumière de la qualité du système de gouvernance permet ainsi de faire valoir l'importance des problèmes d'agence dans la détermination des politiques financières des firmes.

Enfin, nous jugeons que le rôle du conseil d'administration dans les firmes contrôlées mérite de plus amples investigations. En effet, les actionnaires contrôleur sont prédisposés à renforcer leur pouvoir au sein de la firme tout en limitant l'efficacité du rôle du conseil d'administration, vu que ces actionnaires peuvent s'imposer dans les décisions de recrutement, de renouvellement et de rémunération des membres du conseil d'administration. Dès lors, des recherches futures peuvent être dédiées à évaluer ce rapport de force entre, d'une part, les actionnaires contrôleur et, d'autre part, le conseil d'administration en charge de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires.

9.6. Bibliographie

- BOUBAKER S., « Ownership-control discrepancy and firm value: Evidence from France », *Multinational Finance Journal*, 11, 211-252, 2007.
- CAMPBELL J., « Understanding risk and return », *Journal of Political Economy*, 104, 298-345, 1996.
- COUDERC N., « La détention d'actifs liquides par les entreprises : Quelles explications ? » *Revue Economique*, 57, 485-496, 2006.
- DITTMAR A., MAHRT-SMITH J., SERVAES H., « International corporate governance and corporate cash holdings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111-133, 2003.
- FAMA E., JENSEN M., « Separation of ownership and control », *The Journal of Law and Economics*, 26, 301-325, 1983.
- FERREIRA M., VILELA A., « Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries », *European Financial Management*, 10, 295-319. 2004.
- FERRIS S., JAGANNATHAN M., PRITCHARD A., « Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments », *Journal of finance*, 1087-1111, 2003.
- HARFORD J., MANSI S., MAXWELL W., « Corporate governance and firm cash holdings in the US », *Journal of Financial Economics*, 87, 535-555, 2008.
- JENSEN M., « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *The American Economic Review*, 76, 323-329, 1986.
- KALCHEVA I., LINS K., « International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems », *Review of Financial Studies*, 20, 1087-1112, 2007.
- MILLER M.H., ORR D., « A model of the demand for money by firms », *Quarterly Journal of Economics* 80, 413-435, 1966.
- OPLER T., PINKOWITZ L., STULZ R., WILLIAMSON R., « The determinants and implications of corporate cash holdings », *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46. 1999.

PINKOWITZ, L., WILLIAMSON R., « Bank power and cash holdings: Evidence from Japan », *Review of Financial Studies*, 14, 1059-1082, 2001.

ROOSENBOOM P., SCHRAMADE W., « The price of power: Valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms », *Journal of Corporate Finance*, 12, 270-295. 2006.

YEH Y., WOIDTKE T., « Commitment or entrenchment ? Controlling shareholders and board composition », *Journal of Banking and Finance*, 29, 1857-1885, 2005.