

Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ?

Sébastien DEREPPER*

Université de Metz

Frédéric ROMON

Université de Lille 2

Classification JEL : G32, G35

Correspondance :

Sébastien Dereeper

Laboratoire Lorrain de Recherche en Gestion – ESM de Metz

Email : dereeper@univ-metz.fr

Résumé : Depuis 1998, les sociétés françaises cotées en bourse peuvent utiliser des programmes de rachat d'actions. Cette possibilité constitue une alternative au paiement « traditionnel » du dividende. Entre 1998 et 2001, les sociétés de notre échantillon ont procédé à 37,2 Md€ de rachat d'actions contre 47,8 Md€ de dividendes. Toutefois, l'hypothèse de substitution entre rachat d'actions et dividende ne semble pas valide. Nous montrons que les firmes les plus actives en matière de rachat d'actions sont également celles qui présentent les politiques de dividende les plus généreuses. En fait, dividende et rachat d'actions apparaissent complémentaires.

Mots clés : effet de substitution – programme de rachat d'actions – politique de dividende.

Abstract : Since 1998, French public firms can use open market share repurchases. We hypothesize that this opportunity represents an alternative means of paying out cash to shareholders when compared to the “classical” dividend. Between 1998 and 2001, the firms in our sample spent 37.2 billion € in share repurchases against 47.8 billion € in dividends. However, the substitution hypothesis between dividends and share repurchases does not seem to hold. We show that the most active firms in repurchases also present the highest dividend policies. In fact, dividends and share repurchases appear to be complementary.

Key words : substitution hypothesis – open market share repurchases – dividend policy.

* Les auteurs remercient les participants du séminaire des PASsionés en Finance du 51ème parallèle, de la conférence de l'Association Française de Finance 2003 à Lyon, de la conférence de l'*International Society for Intercommunication of New Ideas* 2003 à Lille, de la conférence de la *Northern Finance Association* 2003 à Laval et de la conférence *Financial Management Association* 2004 à Zurich. Nous remercions également les deux rapporteurs anonymes de la revue pour leurs commentaires.

En 2003, en rachetant 4,02 Md€ de ses actions, le groupe Total a réalisé en valeur la plus importante opération de rachat d'actions du marché boursier français. Cette acquisition n'est pas un fait isolé, car 60 % des sociétés du CAC40 ont procédé à des rachats d'actions au cours de l'année 2003.

Ces chiffres illustrent le développement récent des programmes de rachat d'actions en France. En effet, suite aux propositions du rapport Esambert, l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966, modifiée par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, autorise une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé à acheter un nombre d'actions représentant jusqu'à 10 % de son capital pour une période de 18 mois. Les actions acquises par ce procédé peuvent être conservées, annulées ou échangées.

Cette pratique des rachats d'actions est observée depuis longtemps aux États-Unis et au Royaume-Uni. Durant les années 80, les annonces de programmes de rachat d'actions réalisées aux États-Unis étaient évaluées à plus de 25 Md\$ par an. Cette tendance s'est même accentuée dans les années suivantes. À partir des données *Compustat*, Grullon et Michaely (2004) observent que le taux de rachat d'actions (montant des rachats divisé par le résultat total) s'élève à 4,8 % en 1988 contre 41,8 % en 2000.

Le cas français s'avère particulièrement intéressant, car cette réforme est récente et beaucoup de firmes ont enregistré un programme de rachat auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF ci-après). Entre 1998 et 2001, le pourcentage de sociétés cotées en Bourse ayant initié un programme de rachat d'actions passe de 8,9 % à 42,1 %. L'observation de notre échantillon montre que plus de 600 sociétés ont initié 1360 programmes de rachat d'actions entre 1998 et 2001. Parmi ces firmes, 324 ont effectué des rachats d'actions nets des ventes, pour un montant de 37,2 Md€, alors qu'elles ont distribué 47,8 Md€ de dividendes.

Les rachats d'actions se sont rapidement positionnés comme un outil de premier plan de la politique financière des sociétés cotées en Bourse, car ils permettent aux dirigeants de distribuer sous une autre forme les flux financiers générés par la firme. Mais, existe-t-il une substitution entre dividende et rachat d'actions ? L'émergence des rachats d'actions contribue-t-elle à la disparition des dividendes observée par Fama et French dans leurs travaux de 2001 ?

Pour répondre à cette question, nous procédons en cinq points. La première partie présente les études antérieures réalisées sur le thème des rachats d'actions. La partie suivante est consacrée au contexte français et à notre échantillon. La troisième partie expose les comportements de rachat d'actions des firmes françaises entre 1998 et 2001. La confrontation entre la politique de dividende et le comportement de rachat d'actions est l'objet de notre quatrième partie. Nous procédons à des tests de robustesse de nos résultats dans la cinquième partie. La dernière partie conclut cette recherche par un exposé des principaux résultats.

1. Les rachats d'actions : études antérieures

La diversité des recherches menées sur les programmes de rachat d'actions souligne l'intérêt de la communauté financière pour ce type d'opération. Dans la littérature, les approches théoriques des rachats d'actions concernent la volonté des firmes de déclarer leur sous-évaluation au marché boursier, la réduction des flux discrétionnaires à la disposition des dirigeants, la gestion et la concentration de la propriété de la société et la substitution entre le dividende et les rachats d'actions.

À l'inverse d'une augmentation de capital, généralement associée à une surévaluation de la firme émettrice (Myers et Majluf, 1984 ; Asquith et Mullins, 1986), l'annonce d'un programme de rachat d'actions peut signaler une sous-évaluation de la firme initiatrice. Les études empiriques américaines (Comment et Jarell, 1991 ; Ikenberry et *al.*, 1995, 2000 et Grullon et Michaely, 2004) montrent que l'annonce d'un programme de rachat d'actions génère une rentabilité anormale du cours boursier de 2 à 3 %. Ce résultat positif existe également pour les firmes européennes. Rau et Vermaelen (2002) obtiennent un effet d'annonce de 0,93 % pour le Royaume-Uni et Ginglinger et L'her (2005) observent une rentabilité anormale de 0,63 % sur le marché français. L'annonce d'un programme de rachat d'actions est accueillie favorablement par les investisseurs. Cet accroissement de valeur peut être considéré pour la firme comme le premium d'une option d'achat sur ses propres titres (Ikenberry et Vermaelen, 1996).

Une autre motivation des rachats d'actions réside dans la distribution de flux discrétionnaires associée à la réduction des conflits

d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Fenn et Liang (2001) observent que le rachat d'actions permet le versement de fonds temporaires aux actionnaires sans engagement permanent de la société. Les travaux de Grullon et Michaely (2004) montrent que les sociétés réalisant des programmes de rachat d'actions sont caractérisées par une baisse de leur rentabilité et de leur dépense d'investissement qui suggère une diminution des opportunités de croissance. Ces résultats semblables à ceux de Nohel et Tarhan (1998) et Lie (2000) soulignent que les rachats d'actions sont une solution possible au problème de surinvestissement des sociétés cotées et qu'ils permettent d'ajuster le versement de flux de fonds de la société vers les actionnaires.

Ces dernières années, la recrudescence des programmes de rachat d'actions est liée au développement des plans de *stock-options* (Jolls, 1998 ; Weisbenner, 1998). Alors qu'ils observent une relation négative entre les dividendes et les *stock-options* des dirigeants, Fenn et Liang (2001) mettent également en évidence un lien positif entre les rachats d'actions et les *stock-options* des dirigeants. Pour Dittmar (2000) et de Jong *et al.* (2000), l'existence de *stock-options* incite les dirigeants à utiliser les rachats d'actions plutôt que les dividendes, car l'apport d'actions rachetées en compensation des options exercées préserve la valeur de l'action en limitant la dilution du capital. De plus, l'utilisation des rachats d'actions n'altère pas la valeur boursière comme le fait le détachement d'un dividende et elle maintient intact le rapport entre la valeur du sous-jacent et le prix d'exercice. Il apparaît beaucoup plus aisé pour un dirigeant d'exercer ses *stock-options* lorsque la politique de rétribution des actionnaires est menée par des rachats d'actions plutôt que par des dividendes. L'émergence de plans de *stock-options* pour les salariés contribue également à l'augmentation du nombre des programmes de rachat d'actions (Kahle, 2002).

Dans une vision plus défensive, les programmes de rachat d'actions sont aussi un bon moyen de protection contre les prises de contrôle hostiles. Ils permettent un ramassage des titres sur le marché boursier, une réduction du flottant et une plus grande concentration des droits de vote dans les mains du principal actionnaire (Stulz, 1988). En effet, si le principal actionnaire n'apporte pas ses titres au rachat d'actions, il dispose proportionnellement d'un pouvoir de vote plus étendu, car les actions auto-détenues par la société perdent leur droit de vote.

Mais surtout, les rachats d'actions représentent une véritable alternative de rémunération des actionnaires par rapport au paiement d'un

dividende. Depuis une dizaine d'années, nous assistons, aux États-Unis et au Canada, à une très forte augmentation du nombre de programmes de rachat d'actions. Ainsi, les rachats d'actions sont devenus un véritable moyen de distribution de fonds aux actionnaires qui peut concurrencer le paiement « plus classique » d'un dividende. Les résultats de Fama et French (2001) soulignent la baisse significative du pourcentage de sociétés distribuant des dividendes et Grullon et Michaely (2002) observent une baisse du pourcentage moyen de sociétés payant un dividende pour la première fois. Ce dernier est de 2,43 % sur la période 1992-2000 contre 22,96 % sur la période 1972-1979. Ils notent également qu'en 1999, le montant des programmes de rachat d'actions est supérieur à celui des dividendes. En France, nous observons une utilisation de plus en plus fréquente des programmes de rachat d'actions. En 2003, les sociétés composant l'indice CAC40 ont effectué des rachats d'actions pour 7,9 Md€ et payé 14,1 Md€ de dividendes¹. Cette rapide évolution des pratiques de rémunération des actionnaires soulève la question suivante : existe-t-il une substitution entre les dividendes et les rachats d'actions ?

Une première explication de l'hypothèse de substitution entre dividende et rachat d'actions se situe dans l'existence de conditions fiscales différentes² entre ces deux modes de distribution (Grullon et Michaely, 2002 ; Lie et Lie, 1999 et de Jong et *al.*, 2000). Les sociétés sont d'autant plus attirées par les programmes de rachat d'actions que l'avantage fiscal y afférant est important. Dans une période caractérisée par des régimes fiscaux différents, les résultats de Rau et Vermaelen (2002) sur le marché britannique valident cette hypothèse fiscale. C'est la fiscalité supportée par les investisseurs institutionnels et non par les investisseurs individuels qui détermine la politique de distribution des sociétés.

Toutefois, Fama et French (2001) constatent que les rachats d'actions qui se sont fortement développés n'expliquent que très faiblement la baisse de la proportion des sociétés payant un dividende. En effet, les firmes procédant à des rachats d'actions sont également celles qui paient des dividendes. À noter que la situation américaine est différente

¹ Ces chiffres proviennent de la lettre d'information n°27 mise à disposition sur le site : www.vernimmen.net.

² Les plus-values sont généralement taxées à un taux d'imposition plus faible que les dividendes.

de la situation européenne car, en 1999, 79 % des sociétés américaines ne payaient pas de dividende contre 5 % des sociétés européennes³.

Les résultats empiriques de Jagannathan et *al.* (2000) montrent que la fiscalité ne suffit pas à justifier le choix entre ces deux modes de distribution. Les dividendes et les rachats d'actions sont utilisés au cours de différents cycles économiques. Ainsi, une firme avec d'importants flux d'exploitation⁴ augmente ses dividendes, tandis qu'une firme avec d'importants flux de non-exploitation⁵ opte pour un programme de rachat d'actions. De même, une société ayant des flux très volatiles utilise les programmes de rachat d'actions pour distribuer les disponibilités en excès, tout en ayant une politique de lissage du dividende. En effet, de nombreuses études empiriques (Ghosh et Woolridge, 1988 ; Michaely et *al.*, 1995 et Denis et *al.*, 1994) présentent les effets négatifs d'une diminution ou d'une omission du dividende. En se concentrant sur les *cash-flows* des firmes, Guay et Harford (2000) montrent qu'un accroissement de ces derniers, suivi d'une augmentation substantielle du dividende, révèle une hausse quasi-permanente des *cash-flows* alors qu'un accroissement des *cash-flows* suivi d'un programme de rachat d'actions est le signe d'une hausse temporaire de ces derniers. Il résulte que les programmes de rachat d'actions permettent d'accroître la flexibilité financière des sociétés en distribuant des liquidités sous une autre forme que le dividende. En revanche, DeAngelo et *al.* (2000) ne parviennent pas à établir de relation entre le développement des programmes de rachat d'actions et la disparition du versement de dividendes exceptionnels.

³ À ce titre, la baisse de la fiscalité sur les dividendes et sur les plus-values aux États-Unis et leur harmonisation à 15 % (5 % pour les contribuables les moins aisés), présentent un sujet intéressant de comparaison des dividendes et des rachats d'actions des sociétés avant et après la modification de cette loi fiscale en 2004.

⁴ Traduction du terme anglo-saxon : *operating cash flow*.

⁵ De manière équivalente, traduction du terme : *non operating cash flow*.

2. Les rachats d'actions : contexte et échantillon français

2.1. La réglementation française

En France, les programmes de rachat d'actions doivent être visés par l'AMF et soumis au vote de l'assemblée générale des actionnaires. La loi définit cinq finalités aux programmes de rachat d'actions : la régularisation du cours boursier⁶, l'attribution d'actions aux salariés, la remise d'actions dans le cadre d'opérations financières⁷, l'annulation des actions et leur conservation. La société émettrice du programme de rachat doit préciser la part maximale de capital qu'elle souhaite racheter et la répartition de son capital social. Elle dispose d'un délai maximum de 18 mois⁸ à compter de la date d'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires pour réaliser, en respectant les caractéristiques du programme, des opérations sur son titre. Dans le cadre de sa mission d'information et de surveillance des opérations des sociétés cotées, l'AMF met à disposition sur son site internet les programmes de rachat autorisés en « version simplifiée » ou en « version complète⁹ ». Les émetteurs pour lesquels un programme de rachat est en cours de réalisation informent mensuellement l'AMF du nombre d'actions achetées, vendues et annulées.

En raison des nombreuses études réalisées sur le marché américain, il nous paraît essentiel de comparer les réglementations françaises et américaines. En effet, il existe des différences substantielles de réglementation qui peuvent être à l'origine de comportements distincts. Notamment, aux États-Unis, le programme de rachat n'est pas toujours soumis au vote de l'assemblée générale des actionnaires et les sociétés ne sont pas obligées d'annoncer au marché financier et/ou d'enregistrer

⁶ Il faut noter la particularité de l'objectif de régularisation du cours boursier qui permet à la firme de vendre ou d'acheter ses propres actions. Les autres objectifs ne concernent que des achats ou des échanges de titres.

⁷ Dans ce cas, la firme utilise ses actions rachetées comme un moyen d'échange contre d'autres titres. Ainsi, elle peut proposer ses actions dans le cadre d'une fusion par échange de titres, de la conversion d'obligations convertibles en actions et lors de l'exercice de *stock-options*. Cette technique permet de limiter la dilution du capital de la firme.

⁸ Dans le cas d'annulation des actions, le délai maximum de 18 mois est porté à 24 mois.

⁹ Un programme en « version simplifiée » ne reprend pas la répartition du capital de la firme.

leur programme de rachat auprès de la SEC. Cependant, depuis 1982, de plus en plus de sociétés déclarent leur programme à la SEC pour se mettre sous la protection du règlement 10b-18 régissant les rachats d'actions, afin d'éviter les recours pour manipulation de cours. Que le programme de rachat d'actions soit annoncé ou non, enregistré ou non à la SEC, aucune limite ne s'applique quant à sa durée et au montant concerné. Une autre différence réside dans les finalités des programmes. La revente des actions sur le marché est impossible, la régularisation de cours boursier est légalement contrainte et la remise d'actions dans le cadre d'opérations financières doit être autorisée par l'assemblée générale des actionnaires.

Par l'observation des transactions réelles réalisées par les sociétés sur leurs actions, nous pouvons affiner l'étude des programmes de rachat d'actions en France. En effet, dans les études américaines précédemment citées (Grullon et Michaely, 2002 ; Jagannathan et *al.*, 2000), le nombre d'actions rachetées est estimé par des indicateurs qui ne renvoient pas le nombre réel d'actions rachetées par les firmes. Toutefois, nous notons que l'amendement du règlement 10b-18, applicable depuis décembre 2003, rend obligatoire la communication trimestrielle, par les sociétés cotées sur les marchés boursiers américains, du nombre d'actions rachetées et du cours moyen de rachat.

2.2. *L'échantillon des programmes de rachat d'actions*

Notre étude nécessite la collecte des programmes de rachat d'actions et des déclarations de transactions réalisées par les sociétés sur leurs propres titres. Ces deux informations sont présentes dans deux rubriques du site internet de l'AMF¹⁰. La consultation des déclarations des achats et cessions par les sociétés de leurs propres actions nous permet de réaliser une base de données de 5 254 transactions mensuelles entre juillet 1998 et décembre 2001. Ce recueil consiste à identifier la société, le mois concerné, le type de transaction et la quantité de titres échangés. Dans le tableau 1, nous observons que 324 firmes ont réellement réalisé des transactions sur leurs actions par le biais d'une autorisation de rachat. Sur cette période, 1 360 programmes de rachat

¹⁰ Avant la création de l'AMF, les programmes étaient visés par la Commission des Opérations de Bourse et les déclarations de transactions étaient diffusées par le Conseil des Marchés Financiers. Les informations concernant les programmes et les transactions étaient diffusées sur les sites de ces deux organismes.

d'actions ont été visés par l'AMF. Toutefois, seuls 1 275 programmes effectués par 607 firmes sont disponibles sur le site de l'AMF. Cette légère différence par rapport au nombre de programmes visés provient de la simultanéité du programme de rachat d'actions avec une introduction en bourse ou une opération sur le capital. Dans ce cas, aucun numéro de visa AMF n'est attribué spécifiquement au programme de rachat.

Tableau 1 – Échantillon des programmes de rachat d'actions entre 1998 et 2001

	1998	1999	2000	2001	Total	N
Programmes initiés	80	425	442	413	1 360	
Programmes collectés	49	401	417	408	1 275	607
Programmes exploitables	49	387	400	391	1 227	581
Programmes « actifs »	27	195	201	202	625	324
Programmes « inactifs »	22	192	199	189	602	257

Note : ce tableau présente la constitution de notre échantillon. Les programmes exploitables sont ceux pour lesquels nous possédons des informations complètes ou partielles par l'AMF. Nous avons retiré de l'échantillon les programmes concernant les Caisses Régionales de Crédit Agricole Mutuel cotées en Bourse. Un programme « actif » est un programme pour lequel l'AMF a enregistré des transactions de la société sur ses actions. Par opposition, un programme « inactif » est un programme non utilisé par la société initiatrice. N représente le nombre de firmes concernées par les différents programmes. Sources : Prospectus et déclarations de l'AMF.

En raison des caractéristiques de leurs titres (certificat coopératif d'investissement) et d'un actionnariat particulier (système de clients-sociétaires), nous supprimons de notre échantillon les observations concernant les Caisses Régionales de Crédit Agricole Mutuel (CRCAM).

Afin de présenter des résultats sur l'intégralité des firmes françaises qui ont effectué un programme de rachat d'actions, nous avons procédé à une large collecte de documents. 631 notes complètes ont été téléchargées sur le site de l'AMF. Puis, un courrier de demande a été adressé aux 451 sociétés initiatrices des 596 programmes complets manquants à notre base¹¹. En nous adressant directement aux sociétés, nous avons récupéré 328 notes complètes. Enfin, une collecte manuelle de 84 programmes fut réalisée dans le quotidien *les Échos*. Après toutes ces démarches, l'absence d'une note complète conduit à son rem-

¹¹ Nous avons procédé à une relance des sociétés qui ne nous ont pas répondu au premier courrier de demande.

placement par sa note simplifiée. Seules 184 notes simplifiées sont utilisées (15 % des notes exploitables). L'échantillon final est constitué de 1 227 programmes qui représentent 90 % de l'ensemble des programmes initiés entre 1998 et 2001.

Comparativement aux études françaises et américaines citées précédemment, nous disposons du nombre de titres rachetés, cédés, annulés et transférés par les sociétés sur le marché boursier. Nous pouvons ainsi distinguer les programmes utilisés (actifs), de ceux non utilisés (inactifs). Nous constatons qu'un programme sur deux est « actif » et plus d'une société sur deux (57 %) utilise effectivement les programmes de rachat d'actions.

2.3. Les statistiques descriptives des programmes de rachat

Dans le tableau 2, nous remarquons qu'environ 400 programmes sont visés annuellement par l'AMF, sauf en 1998. Le faible nombre de programmes observé en 1998 provient du caractère novateur de la réforme des rachats d'actions en France.

Tableau 2 – Caractéristiques des programmes de rachat d'actions de l'échantillon

	1998	1999	2000	2001
Nombre de programmes	49	387	400	391
Part maximum autorisée (moyenne)	9,0%	9,1%	9,2%	9,1%
Nombre maximum d'actions (millions)	171	891	2 124	1 855
Montant maximum autorisé (M€)	18 679	69 677	249 549	127 101
Part maximum autorisée avec retrait de l'autocontrôle (moyenne)	7,8%	8,2%	7,9%	7,5%
Nombre maximum d'actions avec retrait de l'autocontrôle (millions)	98	728	1 472	1 261
Montant maximum autorisé avec retrait de l'autocontrôle (M€)	12 528	56 588	175 860	70 293
Emissions d'actions sur les marchés réglementés (M€)	11 645	9 331	21 323	8 970
Dividendes versés par les sociétés de l'échantillon (M€)	2 797	11 483	14 540	16 313
% des sociétés versant des dividendes	73,5%	78,0%	73,2%	68,0%
Fourchette relative du prix (moyenne)	59,7%	61,7%	65,6%	66,7%

Note : Les montants maxima autorisés sont valorisés au prix moyen de la fourchette de prix de rachat indiquée dans le prospectus. La fourchette de prix relative divise l'écart entre le prix maximum et le prix minimum autorisé à l'achat et à la vente d'actions par le prix maximum. Pour bien comprendre l'ampleur des autorisations accordées dans les programmes de rachat, nous présentons le montant cumulé des émissions d'actions sur les marchés réglementés, ainsi que la somme des dividendes payés par les sociétés de notre échantillon. Sources : Prospectus de l'AMF et rapports annuels « l'Année boursière » d'Euronext Paris.

Bien que le pourcentage maximum de rachat d'actions autorisé par la loi soit de 10 %, les sociétés n'utilisent pas cette possibilité maximale. En moyenne, la part maximale autorisée est de l'ordre de 9 %, soit 8 % après prise en compte de l'autocontrôle. L'enjeu financier des programmes de rachat d'actions est loin d'être neutre. En comparant le montant des émissions d'actions sur l'ensemble du marché avec le montant maximum autorisé calculé au cours boursier moyen, nous montrons que le potentiel de rachat d'actions dépasse largement les fonds levés par augmentation de capital. De même, comparativement aux dividendes, les montants susceptibles d'être utilisés dans le cadre des programmes de rachat d'actions sont considérables. En 2001, les dividendes des firmes de notre échantillon représentent seulement 12,8 % des sommes susceptibles d'être consacrées aux rachats d'actions. Les notes d'informations mentionnent également les limites du prix d'intervention des sociétés à l'achat et à la vente. Cette fourchette de prix calculée en pourcentage du prix maximum est destinée à limiter les opérations sur le titre dans les cas de fortes baisses ou de fortes hausses des cours. Elle est en moyenne de l'ordre de 60 % sur l'ensemble de notre échantillon.

3. Les comportements de rachat d'actions entre 1998 et 2001

À partir des déclarations d'achats et de cessions par les sociétés de leurs propres actions, nous avons construit une base de données de 5 254 transactions mensuelles entre juillet 1998 et décembre 2001. Nous mettons en évidence trois comportements-types de rachat d'actions (annulation, achat, peu actif). Ce classement concerne 324 firmes ayant réellement réalisé des transactions sur leurs titres par le biais d'une autorisation de rachat d'actions.

Le comportement « annulation » est attribué aux sociétés annulant plus de 1 % de leur capitalisation boursière sur l'ensemble de la période. Lorsque la différence entre les montants achetés et vendus est supérieure à 1 % de la capitalisation boursière de la société, le comportement de la société est qualifié « achat ». Le comportement « peu actif » regroupe les sociétés dont les achats nets des ventes représentent moins de 1 % de la capitalisation boursière. Par défaut, les firmes sans transaction sur leurs propres actions sont associées à un comportement

« inactif » ; elles seront traitées dans les points suivants. Nous valorisons les achats, les ventes et les capitalisations boursières au cours boursier moyen de clôture du mois d'enregistrement des transactions.

Tableau 3 – Les comportements de rachat d'actions des sociétés cotées entre 1998 et 2001

		Annulation	Achat	Peu actif
Nombre de sociétés		35	120	169
Fréquence d'achat	Somme	531	1 601	1364
	Moyenne	15,2	13,3	8,1
Capitaux achetés	Somme (millions €)	24 898	19 407	2 279
	Moyenne (millions €)	711	162	13
	% de la capitalisation	7,90 %	4,35 %	0,89 %
Fréquence de vente	Somme	201	615	871
	Moyenne	5,7	5,1	5,2
Capitaux vendus	Somme (millions €)	5 220	2 602	1 515
	Moyenne (millions €)	149	22	9
	% de la capitalisation	0,99 %	0,69 %	0,72 %
Fréquence d'annulation	Somme	60	7	4
	Moyenne	1,7	0,1	0,0
Capitaux annulés	Somme (millions €)	12 319	2	22
	Moyenne (millions €)	352	0	0
	% de la capitalisation	6,42 %	0,01 %	0,01 %
Capitaux achetés - capitaux vendus	Somme (millions €)	19 678	16 805	763
Dividendes versés	Somme (millions €)	15 766	19 263	12 756

Note : Les comportements de rachat d'actions sont déterminés sur la période juillet 1998 à décembre 2001. Le comportement « annulation » concerne les sociétés de notre échantillon qui ont annulé plus de 1 % de leur capitalisation boursière. « Achat » comprend les firmes dont les achats en rapport aux ventes excèdent 1 % de la capitalisation boursière. « Peu actif » regroupe les firmes dont les achats nets des ventes représentent moins de 1 % de la capitalisation boursière. La valorisation des achats, des ventes et de la capitalisation boursière est effectuée au cours boursier de clôture moyen du mois d'enregistrement des transactions. Les dividendes versés correspondent à la somme des dividendes des sociétés de chaque comportement entre 1998 et 2001. Sources : Déclarations à l'AMF et données financières de *Datastream*.

Parmi les 324 sociétés ayant initié un programme de rachat d'actions entre juillet 1998 et décembre 2001, 35 sociétés ont un comportement « annulation », 120 sociétés font partie du groupe « achat » et 169 ont un comportement « peu actif ». Comme le souligne le tableau 3, cette classification ne s'entend pas au sens strict. Ainsi, par exemple, les sociétés « achat », qui réalisent 19,4 Md€ d'achats, peuvent très bien effectuer des ventes (2,6 Md€) ou des annulations (2 M€), mais ces montants restent faibles comparés aux montants achetés.

Quel que soit le comportement des sociétés, nous constatons que la fréquence de vente et le pourcentage de capitaux vendus sont semblables. Le nombre moyen de vente est toujours inférieur à 6 transactions, et il concerne moins de 1 % de la capitalisation boursière. Cela confirme bien l'idée que les programmes de rachat d'actions sont peu utilisés pour vendre des actions de la firme. L'essentiel de l'activité des firmes se concentre sur les achats (3496 transactions pour 46,4 Md€ de capitaux échangés, dont 37,2 Md€ net des ventes). L'annulation s'avère rarement utilisée, mais elle mobilise des capitaux importants (71 annulations pour 12,3 Md€ de capitaux détruits).

Les firmes qui annulent leurs titres ne sont que 35, mais elles ont des positions sur les achats d'actions qui sont les plus fortes avec 7,90 % de capitalisation boursière rachetée représentant 24,9 Md€. Logiquement, cette pression des achats préfigure les annulations auxquelles vont procéder ces sociétés. Les firmes du comportement « achat » sont 120 et elles détiennent en moyenne 4,35 % de leur capitalisation boursière pour un montant de 19,4 Md€. Les 169 sociétés appartenant au groupe « peu actif » sont les plus nombreuses, mais les montants d'actions achetés sont faibles et leur position nette des ventes ne représente que 0,763 Md€.

Une autre différence apparaît dans les montants des dividendes versés. En effet, bien que très nombreuses, les sociétés classées « peu actif » distribuent 12,8 Md€ de dividendes contre 19,3 Md€ pour les sociétés « achat ». Ce montant doit bien sûr être comparé aux 16,8 Md€ consacrés à la réalisation des achats nets des ventes par les sociétés « achat ». Cette différence est encore plus marquée pour les sociétés « annulation » qui distribuent 15,8 Md€ de dividende et dépensent 19,7 Md€ dans des achats nets des ventes. Nous constatons ainsi que l'impact financier des programmes de rachat d'actions n'est pas marginal pour les groupes les plus actifs dans ce domaine, c'est-à-dire les 155 sociétés des groupes « annulation » et « achat ». La proximité des sommes versées en dividende et utilisées pour les achats d'actions nets des ventes montre bien qu'il peut exister un phénomène de substitution entre rachat d'actions et dividende. L'usage des rachats d'actions n'est pas cosmétique. Les fonds octroyés à ces transactions entre 1998 et 2001 révèlent une utilisation prononcée de cette possibilité financière par un large nombre de sociétés françaises.

4. Dividende et comportement de rachat d'actions de 1998 à 2001

L'hypothèse de substitution des dividendes par les rachats d'actions est souvent avancée pour justifier le développement des programmes de rachat d'actions. Tout en distribuant des liquidités aux actionnaires, le rachat d'actions permettrait d'optimiser une situation fiscale, d'améliorer la flexibilité financière de la société, d'envoyer un signal au marché ou encore de limiter la dilution du capital lors d'opérations de croissance externe et d'émissions de *stock-options*. L'hypothèse de substitution implique une modification de la politique de dividende des sociétés activant des programmes de rachat d'actions. Par une analyse univariée et le développement d'un modèle de Lintner (1956), nous tentons de vérifier si un phénomène de substitution entre dividende et rachat d'actions s'opère sur le marché boursier français.

4.1. Analyse univariée du dividende vs. rachat d'actions

Nous utilisons trois indicateurs caractérisant la politique de dividende des sociétés : le taux de distribution, le rendement en dividende et le pourcentage de sociétés versant des dividendes. Le taux de distribution correspond au rapport entre les dividendes versés en année t et le résultat net de l'année $t-1$. Le rendement en dividende est égal à la somme annuelle des dividendes versés divisée par le cours boursier moyen annuel pour chaque firme (calculé sur 12 données de clôture de fin de mois). Le taux de distribution et le rendement en dividende sont de bons indicateurs pour appréhender la politique de dividende des sociétés car ce sont des ratios corrigés par la taille de la société. Ils permettent d'aborder la politique de dividende des sociétés ayant des rentabilités et des cours boursiers différents. Nos indicateurs sont calculés à partir des données boursières de *Datastream* et des données comptables de *Diane/Osiris* fournies par le *Bureau Van Dijk*.

Le tableau 4 présente les données de dividende croisées avec les comportements de rachat d'actions sur la période 1990-1997 (programmes de rachat d'actions interdits) et sur la période 1998-2001 (programmes de rachat d'actions autorisés). Deux tests sont présentés : le test de Kruskal-Wallis permet de vérifier si les données des différents comportements sont issues de populations semblables, et le test

de Wilcoxon compare les distributions de données sur les deux périodes.

Tableau 4 – Dividende et comportement de rachat d'actions de 1990 à 2001

	Echantillon « total »			Echantillon « constant »		
	Période 1990-1997	Période 1998-2001	Test W	Période 1990-1997	Période 1998-2001	Test W
Annulation						
Nombre de firmes	32	35		31	31	
Taux de distribution	39,0%	39,1%	0,93	39,2%	42,5%	1,97**
Rendement en dividende	2,93%	2,69%	-1,85*	2,93%	2,90%	-0,96
% de paiement	88,7%	90,4%		88,6%	95,1%	
Achat						
Nombre de firmes	95	120		82	82	
Taux de distribution	34,6%	36,6%	1,86*	34,9%	42,6%	4,66***
Rendement en dividende	2,52%	2,03%	- 3,30***	2,53%	2,28%	-1,11
% de paiement	88,2%	83,2%		88,4%	92,3%	
Peu actif						
Nombre de firmes	115	165		103	103	
Taux de distribution	37,3%	27,3%	- 4,49***	37,8%	35,4%	0,31
Rendement en dividende	2,41%	1,62%	- 7,08***	2,42%	1,85%	- 4,68***
% de paiement	83,9%	72,8%		84,2%	79,8%	
Inactif						
Nombre de firmes	175	250		141	141	
Taux de distribution	27,1%	20,7%	3,85***	28,0%	28,2%	1,55
Rendement en dividende	1,98%	1,32%	7,77***	1,99%	1,69%	- 2,81***
% de paiement	73,4%	58,5%		73,9%	68,8%	
Test KW						
Taux de distribution	55,81***	100,02***		48,21***	42,47***	
Rendement en dividende	35,84***	99,60***		33,99***	47,08***	

Note : Ce tableau présente le paiement de dividende pour l'échantillon de sociétés ayant initié un programme de rachat d'actions entre 1998 et 2001. L'échantillon est divisé en deux périodes : 1990-1997, lorsque les rachats sont interdits et 1998-2001, où les rachats sont autorisés. L'échantillon « constant » contient les données de firmes qui comptent un minimum de deux données boursières sur chacune des périodes. Le taux de distribution correspond au rapport entre les dividendes versés en année t et le résultat net de l'année t-1. Le rendement en dividende est le rendement moyen en dividende, c'est-à-dire la somme annuelle des dividendes versés divisée par le cours boursier moyen annuel pour chaque firme (calculé sur 12 données mensuelles). % de paiement caractérise le pourcentage de firmes ayant effectivement payé un dividende chaque année. Le Test W est un test non paramétrique de Wilcoxon. Il compare les distributions des données entre les deux périodes. Le Test KW est un test de Kruskal-Wallis. Il évalue si les quatre échantillons de données constitués selon le comportement de rachat sont issus de la même population. Les chiffres suivis de *, ** et *** désignent une significativité à 10%, 5% et 1%.

Les firmes qui composent les quatre groupes de comportements de rachat ont des populations de rendement en dividende et de taux de dis-

tribution distinctes. Sur notre échantillon « total » entre 1998 et 2001, le test de Kruskal-Wallis est de 100,02 pour le taux de distribution et de 99,6 pour le rendement en dividende. Cette dissociation est fortement marquée chez les groupes « annulation » et « inactif » qui présentent la politique de dividende moyenne respectivement la plus élevée et la plus faible de tous les comportements. De même, entre les périodes 1990-1997 et 1998-2001, nous observons un grand nombre de différences significatives entre les rendements et les taux de distribution moyens. Seules les firmes classées en « annulation » et « achat » conservent un taux de distribution moyen supérieur à 30 %, un rendement en dividende moyen supérieur à 2 % et un pourcentage de paiement supérieur à 80 %. Pour les comportements « Peu actif » et « Inactif », la dégradation de la politique de dividende moyenne est très prononcée et significative au seuil de 1 %.

Cependant, ces résultats souffrent d'un manque d'homogénéité. En effet, nous observons une forte augmentation du nombre de sociétés cotées entre les deux périodes. Seules 232 sociétés de notre échantillon étaient cotées en 1990, contre 469 en 1998. De nombreuses sociétés ont été introduites en bourse au cours de la période 1998-2001. L'émergence du Nouveau Marché et la vague de financement des sociétés technologiques sont certainement à l'origine de la baisse observée des pourcentages de paiement de dividende et des rendements moyens (Fama et French, 2001). Pour tester l'hypothèse de substitution, il est nécessaire de comparer de façon homogène l'évolution de nos indicateurs sur les deux périodes. Un échantillon « constant » est constitué des firmes pour lesquelles nous disposons au minimum de deux observations de cotation boursière sur chacune des périodes. Dans la suite de cette étude, nous travaillons sur cet échantillon « constant ».

Les résultats obtenus sur l'échantillon « constant » diffèrent sensiblement de ceux de l'échantillon « total ». Les chiffres moyens gagnent en stabilité et les différences entre les deux périodes sont moins marquées. Toutefois, les tests de Kruskal-Wallis montrent toujours que les populations de rendement en dividende et de taux de distribution sont distinctes. Mais, les résultats les plus intéressants proviennent de l'évolution entre les deux périodes pour chaque comportement de rachat d'actions. Notamment, nous observons que les firmes classées en « annulation » et « achat » affichent une augmentation significative du taux de distribution et une légère inflexion non significative de leur

rendement moyen. Pour ces deux groupes, le taux de distribution moyen dépasse 42 % sur la période 1998-2001. Par contre, les firmes des comportements « peu actif » et « inactif » présentent une détérioration significative de leur rendement moyen en dividende qui devient inférieur à 2 % pour ces deux groupes sur la période 1998-2001. Ces sociétés ont également les pourcentages de paiement de dividende les plus faibles sur les deux périodes.

Ces résultats montrent que les firmes les plus actives en matière de rachat d'actions distribuent en moyenne une part plus importante de leur résultat et qu'elles conservent un rendement en dividende constant. À l'inverse, les firmes qui utilisent peu les rachats d'actions ont un taux de distribution moyen constant et un rendement en dividende qui se dégrade¹². Au regard de ces résultats, il apparaît difficile de soutenir l'existence d'une substitution des dividendes par les rachats d'actions pour les comportements les plus actifs, c'est-à-dire pour les sociétés classées « annulation » et « achat ».

4.2. *Le dividende versus les rachats d'actions selon un modèle de Lintner (1956)*

L'approche utilisée dans le tableau 4 est essentiellement concentrée sur des moyennes et des tests non paramétriques. Elle n'explique pas les comportements dynamiques des firmes vis-à-vis d'une politique de dividende cible. Dans ce domaine, le modèle d'ajustement partiel du dividende de Lintner (1956) fait figure de référence. Nous choisissons de contrôler nos résultats précédents par une adaptation du modèle de Lintner (1956) à notre échantillon.

Le modèle d'ajustement partiel du dividende considère que le dividende désiré D^* de l'année t d'une firme i est déterminé en fonction du résultat net et d'un taux de distribution cible r_i .

$$D_{i,t}^* = r_i \text{EPS}_{i,t} \quad (1)$$

¹² Si nous mettons cette évolution en relation avec la forte hausse des indices boursiers sur la période 1998 à 2001 (l'indice CAC40 est passé de 3 012,01 points au 1^{er} janvier 1998 à 4 624,58 au 31 décembre 2001), une baisse du rendement en dividende moyen pour un taux de distribution constant apparaît mécanique. En effet, si une société expérimente une hausse de cours boursier de 20 % et un accroissement de son résultat net de 10 %, toute politique de dividende à taux de distribution constant se solde par une baisse du rendement en dividende.

Pour chaque année, le modèle de Lintner (1956) suppose que les firmes effectuent un ajustement partiel de leur dividende versé par rapport à leur dividende désiré. Cet ajustement partiel repose sur l'équation suivante, où a_i est la constante représentative de « la résistance à la réduction du dividende » de la firme et b_i est la « vitesse d'ajustement » du dividende.

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + b_i (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) \quad (2)$$

La substitution de l'équation (1) dans l'équation (2) donne :

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + b_i r_i EPS_{i,t} - b_i D_{i,t-1} \quad (3)$$

L'estimation des paramètres du modèle de Lintner (1956) est réalisée grâce à des données de panel non balancées avec prise en compte d'un effet fixe, où la constante du modèle est spécifique aux caractéristiques de la firme. Nous calculons cette estimation en une seule passe en intégrant des variables binaires devant les données spécifiques aux différents comportements de rachat d'actions (annulation, achat, peu active et inactive). Cette technique permet de recueillir les informations propres à chaque comportement de rachat d'actions dans une estimation globale représentant la totalité des firmes de notre échantillon. Ce modèle d'estimation est représenté par l'équation suivante :

$$\begin{aligned} D_{i,t} - D_{i,t-1} &= \alpha_i \\ &+ (\beta_{Ann} EPS_{i,t} - \gamma_{Ann} D_{i,t-1}) \times Dummy_{Ann} \\ &+ (\beta_{Ach} EPS_{i,t} - \gamma_{Ach} D_{i,t-1}) \times Dummy_{Ach} \\ &+ (\beta_{Peu} EPS_{i,t} - \gamma_{Peu} D_{i,t-1}) \times Dummy_{Peu} \\ &+ (\beta_{Ina} EPS_{i,t} - \gamma_{Ina} D_{i,t-1}) \times Dummy_{Ina} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

Les caractéristiques spécifiques de la firme sont représentées par la constante α_i non observable dans les résultats des régressions. Seul un

effet fixe global est renvoyé par le modèle. Le coefficient β est un croisement entre la « vitesse d'ajustement » du dividende et le taux de distribution cible. Le coefficient γ est une estimation de la « vitesse d'ajustement » du dividende. β_{Ann} et γ_{Ann} sont les paramètres spécifiques du comportement d'annulation. De même, les indices Ach, Peu et Ina correspondent respectivement aux comportements « achat », « peu actif » et « inactif ».

Tableau 5 – Estimation de la variation du dividende selon un modèle de Lintner (1956)

	Période 1990-1997	Période 1998-2001
Annulation		
EPS _t	0,035 (0,77)	0,048 (0,68)
D _{t-1}	-1,084*** (-6,89)	-1,236*** (-7,82)
Achat		
EPS _t	0,001 (0,04)	-0,017 (-0,60)
D _{t-1}	-0,570** (-2,56)	-0,893*** (-7,31)
Peu actif		
EPS _t	0,055** (2,47)	0,038** (2,12)
D _{t-1}	-0,690*** (-5,66)	-0,802*** (-5,03)
Inactif		
EPS _t	0,009 (1,31)	0,030 (1,40)
D _{t-1}	-1,102*** (-33,26)	-0,859*** (-13,38)
Effet fixe	Oui	Oui
R ² ajusté	52,9%	48,7%

Note : Ce tableau présente les résultats de la régression sur données de panel non balancées de la variation du dividende selon un modèle de Lintner (1956). Les estimations sont effectuées selon la technique des moindres carrés généralisés avec prise en compte d'un effet fixe propre à chaque firme. L'échantillon est divisé en deux périodes : 1990-1997 et 1998-2001. Les calculs sont effectués sur un échantillon constant (voir bas de tableau 4). La prise en compte du comportement de rachat d'actions s'effectue par l'utilisation d'une variable binaire dans l'équation de régression. Les chiffres entre parenthèses représentent le test de l'estimateur par rapport à une valeur nulle qui suit une loi de Student à N-1 degrés de liberté avec N comme nombre de firmes composant l'échantillon. Les chiffres suivis de *, ** et *** désignent une significativité à 10%, 5% et 1%.

Les résultats du tableau 5 montrent que le changement du dividende est bien expliqué par nos modèles de régression. Quelle que soit la période d'analyse, les R² ajustés sont toujours supérieurs à 48 %. La majorité des chiffres significatifs se concentre sur le dividende de l'année

précédente, ce qui correspond aux coefficients γ_i de « la vitesse d'ajustement ». Comme nous l'anticipons dans le modèle d'ajustement partiel du dividende, ces coefficients sont bien négatifs. Lorsque γ_i avoisine -1, cela signifie que l'ajustement au dividende cible est rapide et complet.

Toutefois, contrairement à l'hypothèse de substitution entre rachat d'actions et dividende, nous observons que la vitesse d'ajustement du dividende à sa cible est plus élevée entre 1998 et 2001 qu'entre 1990 et 1997 pour les firmes « annulation » (1,236) et les firmes « achats » (0,893). Entre ces deux périodes, il n'y a pas d'altération de ces coefficients sauf pour les firmes dites « inactives ». Nous observons que la politique de dividende « à la Lintner (1956) » est peu sensible à l'utilisation des rachats d'actions en France. Nous vérifions également l'aspect spécifique des politiques de dividende pour chaque firme, car un effet fixe est présent sur nos deux modèles de régression.

5. La robustesse des résultats

5.1. L'analyse univariée des variables de contrôle

À ce stade de notre analyse, il semble que l'hypothèse de substitution des dividendes par les rachats d'actions ne soit pas valide sur le marché français. La politique de dividende des sociétés étant liée aux caractéristiques financières et à la structure de l'actionnariat des sociétés, nous testons la robustesse de nos résultats au regard de ces variables. Nous comparons l'évolution des caractéristiques financières et de la structure d'actionnariat des sociétés sur les deux périodes et pour l'ensemble des comportements de rachat. Nous travaillons sur « l'échantillon constant » de sociétés auquel nous retirons les sociétés immobilières, bancaires et d'assurance, en raison de la spécificité de leurs données comptables. Les données comptables sont issues de la base de comptes consolidés *Diane/Osiris du Bureau Van Dijk* et les données de structure d'actionnariat ont été saisies à partir des notes d'informations complètes visées par l'AMF.

Les données comptables nous permettent de calculer trois indicateurs de rentabilité, de mesurer l'endettement net, d'estimer les opportunités de croissance et d'apprécier la taille de la firme. La rentabilité des capitaux propres est obtenue en divisant le résultat net par la valeur

comptable des capitaux propres. L'excédent brut d'exploitation divisé par le total de l'actif correspond à la rentabilité d'exploitation. La rentabilité hors exploitation est le rapport entre la somme du résultat financier et du résultat exceptionnel divisé par l'actif total. L'endettement net de la société est estimé par le ratio levier net. Il est égal aux dettes financières à long terme diminuées de la trésorerie active divisées par la valeur comptable des capitaux propres. Les opportunités de croissance des sociétés sont estimées par le *market to book* ratio qui est égal au rapport entre la capitalisation boursière des actions et la valeur comptable des capitaux propres. Enfin, nous choisissons le logarithme de l'actif total comme estimation de la taille de la firme.

Dans leur étude sur le contrôle ultime des firmes européennes, Facio et Lang (2002) montrent à partir d'un échantillon de 607 firmes françaises cotées que seul 14,0 % de ces sociétés ont un actionnariat dispersé contre 36,9 % au niveau européen. Ils estiment que 64,8 % des sociétés françaises sont contrôlées par une famille comparativement à 44,3 % pour l'Europe. Cette particularité de l'actionnariat français peut être à l'origine de comportements de rachat d'actions différents. À partir de la structure d'actionnariat, nous calculons la concentration de l'actionnariat (indice Herfindhal), le contrôle par des personnes physiques et le rapport actionnarial.

La concentration de l'actionnariat est égale à la somme des carrés des pourcentages de capital détenus par les actionnaires connus. Comme cet indice ne prend pas en compte la nature des actionnaires, nous utilisons l'indicateur binaire « contrôle par personnes physiques » dont la moyenne renvoie au pourcentage de sociétés contrôlées directement ou indirectement par une personne physique, une famille ou des personnes physiques agissant de concert. Enfin, la prédominance du premier actionnaire est estimée par le rapport actionnarial. Il est obtenu en divisant le pourcentage de capital détenu par le premier actionnaire par la part de capital détenue par tous les autres actionnaires connus de la firme.

Le tableau 6 présente les résultats du croisement de ces indicateurs avec les quatre comportements de rachat des sociétés sur les périodes 1990-1997 et 1998-2001. Pour l'ensemble de ces indicateurs, les tests de Wilcoxon et de Kruskal-Wallis sont calculés.

Tableau 6 – Données financières et de structure selon l'appartenance à un comportement de rachat d'actions

	Annulation		Achat		Peu actif		Inactif		Test KW	
	Période 90-97	Période 98-01	Période 90-97	Période 98-01	Période 90-97	Période 98-01	Période 90-97	Période 98-01	Période 90-97	Période 98-01
Données financières										
Rentabilité des capitaux propres	9,48%	8,22%	8,36%	11,16%	6,85%	7,29%	7,43%	4,53%	1,70	14,38***
Test W	1,30		2,16**		0,59		-1,18			
Rentabilité exploitation	11,22%	10,55%	12,23%	12,98%	12,40%	12,09%	12,26%	11,56%	2,02	6,83*
Test W	-0,62		1,15		-0,17		-1,43			
Rentabilité hors exploitation	-1,26%	-1,80%	-1,95%	-1,38%	-2,21%	-1,76%	-1,92%	-2,07%	8,32**	2,90
Test W	0,32		1,68*		2,33**		0,12			
Lever net	46,44%	44,18%	51,43%	52,17%	67,79%	48,94%	38,99%	53,11%	23,93***	0,45
Test W	0,62		-0,35		-1,91*		3,07***			
Market to book value	1,37	1,95	1,55	2,22	1,86	2,62	1,76	2,54	18,24***	10,12**
Test W	2,17**		4,04***		3,10***		2,74***			
Taille	14,6	14,6	13,4	13,4	12,9	12,9	12,2	12,2	206,22**	106,99**
Test W	0,11		-0,12		-0,32		0,49		*	*
Données de structure										
Concentration de l'actionnariat	-	0,131	-	0,261	-	0,249	-	0,307	-	17,24***
Contrôle par personnes physiques	-	45,5%	-	50,0%	-	41,8%	-	50,5%	-	1,41
Rapport actionnarial	-	4,63	-	9,91	-	10,49	-	12,39	-	12,88***

Note : Ce tableau présente l'évolution de données comptables et de structure d'actionnariat selon les deux périodes en fonction du comportement de rachat d'actions. Nous excluons de notre analyse les sociétés immobilières, bancaires et d'assurance. Les calculs sont effectués sur l'échantillon « constant ». Les données comptables sont issues de la base de comptes consolidés *Diane/Osiris*. Les données de structure d'actionnariat proviennent des programmes de rachat d'actions visés par l'AMF. La rentabilité des capitaux propres est le rapport entre le résultat net et la valeur comptable des capitaux propres. La rentabilité d'exploitation est le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et l'actif total. La rentabilité hors exploitation est le rapport entre la somme du résultat financier et du résultat exceptionnel divisé par l'actif total. Le lever net est la dette financière à long terme diminuée de la trésorerie active et divisée par le montant des capitaux propres. Le ratio *market to book value* est le rapport entre la capitalisation boursière des actions et leur valeur comptable. La taille de la firme est représentée par le logarithme de l'actif total exprimé en milliers d'euros. La concentration de l'actionnariat est mesurée par l'indice Herfindhal (somme des carrés des parts de capital détenu par les actionnaires connus de la firme). Le contrôle par personnes physiques est une variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque la firme est contrôlée directement ou indirectement par une personne physique, une famille ou des personnes physiques agissant de concert. Le rapport actionnarial est représenté par la part de capital du premier actionnaire divisée par la part de capital de tous les autres actionnaires connus de la firme. Le Test W est un test non paramétrique de Wilcoxon. Il compare les distributions des données entre les deux périodes. Le Test KW est un test de Kruskal-Wallis. Il évalue si les quatre échantillons de données selon le comportement de rachat sont issus de la même population. Les chiffres suivis de *, ** et *** désignent une significativité à 10%, 5% et 1%.

Selon le test de Kruskal-Wallis, nous observons que les quatre comportements de rachat d'actions ont des populations caractérisées par des données de taille et de *market to book* ratio distinctes. Les firmes des groupes « annulation » et « achats » sont plus grandes que celles des groupes « peu actif » et « inactif » (respectivement 14,6 et 13,4 contre 12,9 et 12,2)¹³. Cette distinction en deux groupes existe égale-

¹³ Cette différence peut paraître symbolique. Mais si nous prenons les deux chiffres extrêmes, nous voyons que la taille des firmes « annulation » est 11 fois supérieure à celle des firmes « inactif » ($\exp(14,6)/\exp(12,2)$).

ment pour le *market to book ratio*. Dans ce cas, les firmes les plus actives en matière de rachat d'actions présentent les ratios les plus faibles (1,95 et 2,22 pour la période 1998-2001), alors que les firmes des groupes « peu actif » et « inactif » ont une valorisation de leurs actions par le marché boursier qui dépasse 2,5 fois celle de leurs fonds propres (2,62 et 2,54 pour la période 1998-2001). En moyenne, les firmes qui utilisent les rachats d'actions sont de grande taille et affichent une valorisation boursière de leurs actions plus proche de leur valeur comptable, même si l'observation des chiffres montre qu'il existe une croissance générale des ratios de *market to book value* entre les périodes 1990-1997 et 1998-2001.

Parmi les autres résultats du tableau 6, nous constatons des différences entre les populations de levier net et de rentabilité hors exploitation selon les comportements de rachat d'actions pour la période 1990-1997. Cependant, la différence la plus intéressante se situe certainement au niveau de la rentabilité des capitaux propres. Avec une valeur de 11,16 %, les sociétés « achat » sont les plus rentables et sont les seules sociétés enregistrant une augmentation significative de leur rentabilité des capitaux propres entre les deux périodes. Pour les autres comportements, les rentabilités des capitaux propres ne sont pas significativement différentes entre les deux périodes.

Concernant les données de structure d'actionnariat, les quatre comportements de rachat se distinguent par une concentration d'actionnariat et un rapport actionnarial différents sur la période 1998-2001 (test de Kruskal-Wallis respectivement de 17,24 et 12,88). L'indice Herfindhal est le plus faible pour les sociétés « annulation » (0,131), et il est le plus élevé pour les firmes classées en « inactif » (0,307). Nous retrouvons ces positions extrêmes dans le rapport entre la part du premier actionnaire et celle des autres actionnaires connus. Les firmes « annulation » ont le plus faible rapport actionnarial (4,63) et les firmes « inactif » sont caractérisées par la forte prédominance d'un seul actionnaire représentant en moyenne 12,39 fois la part détenue par les autres actionnaires connus. Les firmes des groupes « achat » et « peu actif » occupent des positions intermédiaires.

Au regard de ces indicateurs, il apparaît important de confronter nos résultats sur la substitution du dividende par les rachats d'actions aux données financières et à la structure d'actionnariat. Notamment, les sociétés les plus actives en matière de rachat d'actions semblent être de grande taille, avoir moins d'opportunités d'investissement et présenter

une rentabilité des capitaux propres plus importante. Nous remarquons également que les firmes « annulation » ont une structure d'actionnariat plus dispersée que celles des autres groupes. L'annulation d'actions constitue un moyen direct de revenir vers une structure d'actionnariat plus concentrée, telle que celle des autres groupes de sociétés. Elle interviendrait dans les sociétés de grande taille, surcapitalisées et menacées par une reprise hostile en raison d'une structure d'actionnariat dispersée.

5.2. Les régressions logistiques

Les comportements « annulation » et « achat » présentent des caractéristiques financières et de structure d'actionnariat particulières. L'utilisation de régressions logistiques nous permet d'expliquer les comportements de rachat actifs à partir de ces données. Les firmes des groupes « annulation » et « achat » sont associées à une variable égale à 1, alors que les firmes des autres groupes ont une variable égale à 0. Les régressions logistiques permettent de tester la probabilité que la variable expliquée (dichotomique) prenne la valeur 0 ou 1 en fonction de variables explicatives. Nous prenons la précaution de ne pas mettre de variables corrélées à plus de 20 % (significativement au seuil de 5 %) dans les mêmes régressions.

Le rendement en dividende et le taux de distribution sont les deux indicateurs phares de la politique de dividende des sociétés. Ces deux indicateurs étant interdépendants, nous présentons dans la partie A du tableau 7 les régressions logistiques utilisant exclusivement le rendement en dividende et, dans la partie B, les régressions basées sur le taux de distribution.

L'étude de la première partie du tableau 7 révèle que la taille, le rendement en dividende, la rentabilité d'exploitation, la rentabilité des capitaux propres et le contrôle de la société par des personnes physiques influencent positivement et significativement le comportement actif de rachat d'actions. Ainsi, une société de grande taille, rentable, généreuse en rendement en dividende et qui est contrôlée par des personnes physiques réalise des rachats d'actions. Par contre, si l'actionnariat est concentré ou si le premier actionnaire est prédominant, nous constatons une relation négative avec le comportement actif de rachat. Ce dernier résultat confirme l'idée simple qu'une firme fortement contrô-

lée n'a pas d'utilité à resserrer la détention de son capital en utilisant les rachats d'actions.

Tableau 7 – Régressions logistiques du comportement de rachat d'actions entre 1998 et 2001

PARTIE A : Rendement en dividende

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-5,365*** (56,09)	-7,255*** (88,74)	-5,672*** (65,50)	-4,967*** (55,32)	-7,112*** (97,72)	-5,341*** (70,73)
<i>Market to book ratio</i>	-0,059 (2,18)	-0,049 (1,58)	-0,055 (2,01)	-0,059 (2,17)	-0,047 (1,51)	-0,057 (2,16)
Taille	0,342*** (56,12)	0,433*** (80,08)	0,363*** (64,74)	0,332*** (51,70)	0,444*** (81,56)	0,356*** (62,66)
Rendement en dividende	24,431*** (22,32)	22,925*** (19,71)	22,651*** (19,61)	23,970*** (21,17)	22,679*** (19,01)	22,262*** (18,65)
Rentabilité exploitation	0,034*** (7,13)	0,029** (5,10)	0,030** (5,46)			
Rentabilité hors exploitation	0,043* (2,92)	0,034 (1,69)	0,043* (2,96)			
Rentabilité des capitaux propres				0,015*** (6,81)	0,011* (3,36)	0,014** (5,96)
Levier net				-0,001 (0,69)	-0,002* (3,55)	-0,001 (0,68)
Concentration de l'actionnariat	-1,629*** (12,11)			-1,625*** (11,61)		
Contrôle par personnes physiques		0,587*** (11,63)			0,626*** (12,82)	
Rapport actionnarial			-0,038*** (13,01)			-0,040*** (13,98)
Ratio de vraisemblance	114,38	113,71	115,05	125,57	126,70	127,78
Pourcentage concordant	71,6%	70,7%	71,0%	72,5%	71,7%	72,2%

Dans la seconde partie du tableau 7, le rendement en dividende est remplacé dans les régressions logistiques par le taux de distribution. Les résultats observés sont similaires à ceux obtenus dans la partie A exceptés ceux du ratio *market to book*. Quelles que soient les combinaisons de variables retenues, nous observons pour les comportements actifs une relation négative et significative avec le *market to book* ratio. Cette relation nous semble logique. Lorsque la valorisation boursière des capitaux propres est largement supérieure à leur valorisation comptable, le rachat d'actions se fait à un prix très élevé. Or, les investisseurs considèrent que cette firme offre de larges opportunités de croissance. Dans ces conditions, l'intérêt pour les rachats d'actions diminue considérablement. Pourtant, cette relation n'existe pas lorsque le rendement en dividende est intégré dans les régressions. En effet, le rendement en dividende est également une bonne mesure des opportunités de croissance ; son pouvoir explicatif des rachats d'actions dépasse celui du *market to book* ratio. Par contre, le taux de distribution ne pré-

sente aucun chiffre significatif. Nous avons observé que cette mesure comptable reflète correctement la politique de dividende (Lintner, 1956), mais elle ne permet pas d'expliquer le comportement actif de rachat d'actions.

Tableau 7 – PARTIE B : Taux de distribution

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-4,509*** (46,00)	-6,140*** (78,87)	-4,724*** (54,31)	-4,205*** (44,66)	-6,047*** (86,70)	-4,451*** (57,71)
<i>Market to book ratio</i>	-0,107** (6,13)	-0,095** (5,04)	-0,099** (5,66)	-0,107** (6,32)	-0,094** (5,11)	-0,102** (6,10)
Taille	0,311*** (50,42)	0,390*** (71,85)	0,328*** (57,49)	0,308*** (46,93)	0,403*** (73,20)	0,325*** (55,51)
Taux de distribution	0,152 (1,01)	0,134 (0,81)	0,100 (0,44)	0,175 (1,36)	0,149 (1,00)	0,115 (0,60)
Rentabilité exploitation	0,034*** (7,20)	0,029** (5,24)	0,030** (5,84)			
Rentabilité hors exploitation	0,042* (2,84)	0,034 (1,84)	0,042* (2,95)			
Rentabilité des capitaux propres				0,016*** (8,02)	0,012** (4,75)	0,016*** (7,51)
Levier net				-0,001 (1,42)	-0,002** (4,12)	-0,001 (1,17)
Concentration de l'actionnariat	-1,329*** (8,64)			-1,319*** (8,26)		
Contrôle par personnes physiques		0,528*** (9,73)			0,561*** (10,70)	
Rapport actionnarial			-0,036*** (11,90)			-0,038*** (12,65)
Ratio de vraisemblance	90,43	91,51	93,67	100,97	103,49	105,40
Pourcentage concordant	69,7%	69,3%	69,4%	70,7%	70,5%	70,6%

Note : Ce tableau présente les régressions logistiques expliquant l'appartenance à un comportement de rachat d'actions actif (annulation et achats), associé à une variable binaire égale à 1, contre l'appartenance à un comportement de rachat faiblement actif (peu actif ou inactif) associé à une variable binaire égale à 0. Les calculs sont effectués sur un échantillon constant. Le pouvoir explicatif du dividende est mis en concurrence avec celui des variables comptables et de structure d'actionnariat. Les variables sont définies dans le bas du tableau 6. Les chiffres entre parenthèses représentent le test de l'estimateur par rapport à une valeur nulle. Il suit une loi de Chi deux. Les chiffres suivis de *, ** et *** désignent une significativité à 10%, 5% et 1%.

Que la politique de dividende soit définie par le rendement en dividende ou le taux de distribution, l'hypothèse de substitution entre rachat d'actions et dividende n'apparaît pas valide. Nous observons plutôt un comportement opposé. Les firmes dont les rendements en dividende sont élevés pratiquent également le rachat d'actions. En fait, le dividende et les rachats d'actions ne se substituent pas, ils sont plutôt complémentaires. Pour les firmes rentables, contrôlées par des personnes physiques, mais présentant un actionnariat moins concentré que celui généralement observé, le rachat d'actions est une opportunité de distribuer des fonds aux actionnaires différemment du dividende. Ce

résultat rejoint ceux de Fama et French (2001) qui montrent que les rachats d'actions ne s'opposent pas aux dividendes.

Conclusion

Grâce à la réforme du 2 juillet 1998, les sociétés françaises peuvent racheter des actions dans une véritable optique de gestion économique ou financière. Cette pratique, observée de longue date aux États-Unis, au Canada et en Grande Bretagne a fait l'objet de nombreuses études théoriques et empiriques. Notamment, l'émergence d'un nouveau moyen de rétribution des actionnaires pose la question de la substitution entre rachat d'actions et le moyen « traditionnel » de versement des fonds aux actionnaires qu'est le dividende.

Le cas français s'avère particulièrement intéressant, car la réforme est récente et beaucoup de sociétés ont enregistré un programme de rachat d'actions auprès de l'AMF. Entre le 1^{er} juillet 1998 et le 31 décembre 2001, 1 360 programmes de rachat d'actions ont été visés par l'AMF. De plus, par rapport aux études françaises et américaines existantes, nous disposons du nombre de titres rachetés, cédés, annulés et transférés par les sociétés sur le marché boursier. Grâce à ces données, nous avons affiné l'analyse de l'utilisation des programmes de rachat d'actions en France en observant les comportements réels sur les actions. Quatre comportements de sociétés ont été établis (annulation, achat, peu actif et inactif). À partir de cette classification, nous avons analysé l'impact des rachats d'actions effectifs sur la politique de dividende des firmes.

Dans un premier temps, nous avons montré que les rachats d'actions entre 1998 et 2001 concernaient 37,2 Md€ de capitaux achetés nets des ventes. Cette intensité d'utilisation semble comparable aux dividendes versés par les sociétés les plus actives sur leurs propres titres. En termes de montants, les rachats d'actions et les dividendes pour les sociétés des comportements « annulation » et « achat » sont similaires.

Dans un second temps, nous avons mis en évidence que le dividende ne subit pas d'altération chez les firmes les plus actives. Au contraire, le taux de distribution des firmes « annulation » et « achat » s'accroît significativement entre les périodes 1990-1997 et 1998-2001, alors que le rendement en dividende des sociétés classées « peu actif » et « inactif » se détériore. Une approche par un modèle de Lintner

(1956) confirme que les firmes qui rachètent ou annulent leurs actions ajustent plus rapidement leur dividende à leur taux cible de distribution.

Dans un dernier temps, nous testons la robustesse de cette absence de substitution entre les dividendes et les rachats d'actions. Nous montrons que les firmes actives en matière de rachat d'actions sont de grande taille, que leurs opportunités d'investissement sont modérées et qu'elles présentent de bonnes rentabilités des capitaux propres et d'exploitation. Nous soulignons également l'importance de la structure d'actionnariat comme variable explicative des rachats d'actions. La présence d'un contrôle par des personnes physiques est de nature à accroître l'usage des rachats d'actions. Par contre, la forte concentration du capital et la faiblesse d'autres actionnaires connus par rapport à l'actionnaire principal réduisent le recours aux rachats d'actions. Toutefois, l'intégration de ces variables de contrôle n'altère pas l'influence positive et significative du rendement en dividende sur les comportements de rachats d'actions. Comme Fama et French (2001), nous concluons qu'il n'existe pas de substitution entre rachats d'actions et dividendes pour les sociétés françaises cotées en bourse. Au contraire, les rachats d'actions apparaissent comme un nouvel outil de rémunération des actionnaires qui est complémentaire aux dividendes.

Bibliographie

- Asquith P. et Mullins D. (1986), « Equity Issues and Offering Dilution », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, p. 61-89.
- Esambert B. (1998), *Rapport AMF*, version papier épuisée, publié sur le site : <http://www.amf-france.org>.
- Comment R. et Jarrell G. (1991), « The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed Price Self Tender Offers and Open-Market Share Repurchases », *Journal of Finance*, vol. 46, p. 1243-1271.
- DeAngelo H., DeAngelo L. et Skinner D. (2000), « Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling », *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 309-354.
- 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*, vol. 29, p. 567-587.

- Dittmar A.K. (2000), « Why Do Firms Repurchase Stock ? », *Journal of Business*, vol. 73, p. 321-356.
- Faccio M. et Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, p. 365-395.
- Fama E. et French K. (2001), « Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 3-43.
- Fenn G.W. et Liang N. (2001), « Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 45-72.
- Ghosh C. et Woolridge J. (1988), « An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Cuts and Omissions », *The Journal of Financial Research*, vol. 11, p. 281-294.
- Ginglinger E. et L'Her J.F. (2005), « Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France », *The European Journal of Finance*, à paraître.
- Grullon G. et Michaely R. (2002), « Dividends, Share Repurchase and the Substitution Hypothesis », *Journal of Finance*, vol. 57, p. 1649-1684.
- Grullon G. et Michaely R. (2004), « The Information Content of Share Repurchase Programs », *Journal of Finance*, vol. 59, p. 651-680.
- Guay W. et Hardford J. (2000), « The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases vs. Repurchases », *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 385-415.
- Ikenberry D., Lakonishok J. et Vermaelen T. (1995), « Market Underreaction to Open Market Share Repurchases », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 181-208.
- Ikenberry D., Lakonishok J. et Vermaelen T. (2000), « Stock Repurchases in Canada : Performance and Strategic Trading », *Journal of Finance*, vol. 55, p. 2373-2397.
- Ikenberry D. et Vermaelen T. (1996), « The Option to Repurchase Stock », *Financial Management*, vol. 25, p. 9-24.
- Jagannathan M., Stephens C. et Weisbach M. (2000), « Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases », *Journal of Financial Economics*, vol. 57, p. 355-384.
- Jolls C. (1998), « Stock Repurchases and Incentive Compensation », *NBER Working Paper Series* n° 6467.

- Jong (de) A., Van Dijk R. et Veld C. (2000), « The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms : Empirical Evidence Based on a New Research Design », *Working Paper - SSRN* .
- Kahle K.M. (2002), « When a Buyback Isn't a Buyback : Open Market Repurchases and Employee Options », *Journal of Financial Economics*, vol. 63 , p. 235-261.
- Lie E. (2000), « Excess Funds and Agency Problems : An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements », *Review of Financial Studies*, vol. 13, p. 219-248.
- Lie E. et Lie H. (1999), « The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions : An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 34, p. 533-552.
- Lintner J. (1956), « Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes », *American Economic Review*, vol. 46, p. 97-113.
- Michaely R., Thaler R. et Womack K. (1995), « Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions : Overreaction or Drift ? », *Journal of Finance*, vol. 50, p. 573-608.
- Myers S.C. et Majluf N.S. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 187-221.
- 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*, vol. 49, p. 187-222.
- Rau P.R. et Vermaelen T. (2002), « Regulation, Taxes and Share Repurchases in the U.K. », *Journal of Business*, vol. 75, p. 245-282.
- Stulz R. (1988), « Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 25-54.
- Weisbenner S. (1998), « Corporate Share Repurchases in the Mid 1990 : What Role Do Options Play ? », Working paper, Massachusetts Institute of Technology.