

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1071108

**Les sociétés cotées en France préparent-elles le marché
à l'augmentation de leur capital par les rachats de leurs propres actions ?**

**Do french quoted firms repurchase stocks in order to prepare the market for equity
issues?**

Evelyne POINCELOT

Université de Bourgogne (LEG/FARGO)

Dominique POINCELOT

Université de Franche-Comté

Novembre 2007

Résumé : Constatant que plus de 22% des augmentations de capital lancées sur le marché financier français sont réalisées 6 mois après un rachat programmé d'actions, nous proposons une étude originale de la relation entre ces deux opérations. A partir de 53 opérations pour la période 1999-2006, nous supposons que la réaction boursière à l'annonce de l'augmentation de capital dépend des caractéristiques des programmes de rachats et des motivations des dirigeants.

Mots clés : augmentation de capital – rachat d'actions – réaction boursière.

Abstract : More than 22% of equity issues on the French market are realized six months after a program of stock repurchases. This paper studies the relation between these two decisions. With 53 equity issues on the period 1999-2006, we suppose that the market reaction depends on the characteristics of the program of stock repurchases and the motivations of the managers.

Keywords : equity issues – stock repurchases – market reaction.

JEL Classification : G32

Coordonnées des auteurs: evelyne.poincelot@u-bourgogne.fr, Institut d'Administration des Entreprises, Laboratoire d'Economie et de Gestion, Pôle d'Economie et de Gestion - BP 26611 - 21066 Dijon Cedex
dominique.poincelot@univ-fcomte.fr, Institut d'Administration des Entreprises - 45 D, Avenue de l'Observatoire, 25030 Besançon,

Entre 1993 et 2002, 33% des sociétés américaines lançant une augmentation de capital rachètent leurs propres actions dans la même année (Fama et French, 2005). En France, depuis près d'une décennie, nous assistons à une vague massive de programme de rachats d'actions suite à l'assouplissement de la réglementation les autorisant par une société cotée en bourse dans la limite de 10 % du capital. Au total, les sociétés cotées en France ont déclaré aux autorités près de 3000 programmes de rachat d'actions. Certaines sociétés lancent systématiquement chaque année un programme et notamment dans le secteur des établissements financiers. Axa, BNP Paribas, Société Générale ont une politique de rachat très active en récidivant chaque année. En France, de septembre 1999 à septembre 2006, plus de 22% des sociétés augmentent le capital en numéraire par appel public à l'épargne alors qu'elles ont un programme de rachats en cours et ont procédé aux rachats de leurs propres actions.

Cette décision quasi-simultanée de racheter ses propres actions puis d'augmenter le capital peut sembler irrationnelle à plusieurs titres. Premièrement, une entreprise créée de la valeur en rachetant des titres si la rentabilité économique dégagée est inférieure au coût moyen pondéré du capital. Dans ce cas, pour quelles raisons augmenter le capital consécutivement aux rachats d'actions? Deuxièmement, les rachats d'actions ne sont pas motivés par la neutralisation de l'effet de dilution induit par l'augmentation de capital. En effet, les rachats d'actions suivis d'une annulation des titres rachetés (effet de relation) sont minoritaires et de plus, les montants rachetés sont très faibles comparativement à la levée de capitaux. Troisièmement, «l'augmentation de capital peut signaler des flux de trésorerie futurs inférieurs à ceux reflétés dans le cours de bourse. L'équipe dirigeante profiterait de la surévaluation du cours pour réaliser une augmentation de capital. Les fonds levés ne financent pas des opportunités nouvelles mais comblent les manques de trésorerie dus aux

flux d'exploitation plus faibles que prévus » (Vernimmen (2002), p. 808). Cette motivation semble incompatible avec les rachats d'actions justifiés généralement pour restituer des liquidités en excès ou signaler une sous-évaluation des cours! Enfin, plusieurs théories (théories des coûts de transaction, interprétation de la structure de financement selon la théorie des options...) apportent une explication au recours aux fonds propres en cas d'exposition plus forte au risque. Si ce risque est bien maîtrisé et si l'on considère que l'endettement peut servir de relais, ce qui pourrait justifier une réduction du capital, il est légitime de s'interroger sur la pertinence d'accroître alors les fonds propres externes.

En supposant l'efficience des marchés financiers, nous pourrions en déduire que le marché financier va sanctionner cette décision ambiguë, voire irrationnelle, par une réaction fortement négative à la date d'annonce de l'augmentation de capital, les dirigeants ayant préalablement réalisé des rachats d'actions. Est-ce toujours le cas si nous cernons davantage les motivations de ces rachats ? Dans cet article, nous proposons une étude originale de la relation entre ces deux opérations qui semblent a priori paradoxales voire irrationnelles. A partir de 53 opérations pour la période 1999-2006, nous supposons que la réaction boursière à l'annonce de l'augmentation de capital dépend des caractéristiques des programmes de rachats et des motivations des dirigeants¹.

Dans une première partie, nous faisons un point juridique sur les rachats d'actions notamment pour présenter les informations publiées et les caractéristiques des programmes. Dans une seconde partie, nous mobilisons la littérature à la fois théorique et empirique des motivations des rachats d'actions et des augmentations de capital lorsqu'elles peuvent aider à comprendre les réactions du marché. Dans une troisième partie, nous présentons l'échantillon

¹ Les auteurs remercient vivement le professeur P. Fontaine pour sa disponibilité et l'extraction des données boursières (données fournies par Eurofidai) sur la période concernée.

ainsi que la méthodologie retenue en vue d'analyser la réaction boursière à l'annonce de l'augmentation de capital. Dans une dernière partie, nous exposons nos principaux résultats empiriques et nous en discutons les aspects significatifs.

Partie 1. La réglementation

Suite aux propositions du rapport Esambert (1998), les rachats de leurs propres actions sont considérés comme des opérations de gestion financière jusqu'à 10% du capital pour une durée de 18 mois maximum. Sous certaines conditions d'intervention (réglementation 98-03 de l'AMF), les sociétés peuvent acquérir, transférer ou céder leurs propres actions par tous moyens (par blocs, de gré à gré ou via des produits dérivés d'actions). La conservation des titres rachetés a été également accordée sous réserve d'abandon des droits aux dividendes et de votes. Mais l'argument qui a conduit à l'assouplissement de la législation est une meilleure allocation du capital dans l'économie. Les sociétés doivent être en mesure d'ajuster leur surface financière à leur métier. Les rachats d'actions suivis d'une annulation des titres rachetés en est l'instrument majeur assurant la remontée de trésorerie vers les actionnaires. Dans un contexte économique favorable, les sociétés qui connaissent des excédents de trésorerie (au-delà des opportunités d'investissement rentable) ou qui désirent recentrer leur activité sur leur métier originel ont intérêt à annuler une fraction du capital social, de manière à générer un effet de relation. Contrairement à la distribution de dividendes, de telles opérations améliorent mécaniquement le bénéfice par action par la réduction de leur nombre (effet de relation). Ainsi, la réduction du capital devient un acte de gestion « à flux tendu » du capital, rapprochant le cadre juridique français des pratiques anglo-saxonnes.

Les programmes de rachats doivent faire l'objet d'une autorisation préalable de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Une note d'information publiée au plus tard

15 jours avant l'assemblée doit préciser : les objectifs, l'utilisation des titres rachetés, le calendrier du programme et les principales modalités (financement du programme, part maximale du capital que l'émetteur propose d'acquérir, l'incidence du programme sur la structure financière et les résultats...).

Depuis le 28 janvier 2003, le règlement européen² reconnaît une légitimité (« safe Harbour ») d'intervention sur ses propres actions dans deux situations : les rachats d'actions en vue de leur annulation et à des fins de couverture de plans d'options (créances convertibles) et lorsqu'ils répondent à des conditions de prix, de volume et d'abstention d'intervention lors de périodes spécifiques. Les interventions de rachats dans le cadre de la stabilisation de cours (animation de cours) s'exercent dorénavant dans le cadre d'une charte de déontologie reconnue par l'AMF en 2005. Concernant le prix, l'émetteur s'abstient d'acheter des actions à un prix supérieur à celui de la dernière opération indépendante ... » et ne peut acheter « plus de 25% du volume quotidien moyen du marché... ». Enfin, depuis 2005, le dépôt de la notice d'information n'est plus soumis à l'obtention du visa de l'Autorité des marchés financiers.

Lors du lancement du programme de rachat, les principales motivations annoncées par les dirigeants sont :

- La régulation des cours et plus récemment l'animation du marché (depuis 2005) ;
- La cession ou l'attribution d'actions ou d'options aux salariés et/ou dirigeants ;
- L'échange d'actions rachetées lors d'opérations de croissance externe ;
- L'annulation des titres rachetés (réduction du capital et augmentation du bénéfice par action (« effet de relation »). Réalisée par la COB dès 2000, l'analyse des notices d'information pour l'ensemble des sociétés mettait en évidence une forte priorité à la régularisation des cours. Pour 75% d'entre elles annonçant un programme, cet objectif est prioritaire d'où une

² Le programme doit être établi conformément au Règlement européen 2273/2003 du 22 décembre 2003 pris en application de la Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché » concernant les programmes et la stabilisation des cours des instruments financiers.

motivation assez éloignée de l'objectif de gestion « à flux tendu » du capital attendu par les autorités.

Partie 2. L'analyse de la réaction boursière lors de l'augmentation de capital

Nous supposons que la réaction boursière à l'annonce de l'augmentation de capital dépend des caractéristiques des programmes de rachats et des motivations des dirigeants. Nous énonçons la proposition de recherche suivante.

Proposition : la réaction du marché lors de l'augmentation de capital sera affectée pour les sociétés qui, peu de temps avant la date de ces augmentations, rachètent leurs propres titres.

Nous déclinons cette proposition sous forme d'hypothèses testables à partir des explications théoriques des rachats d'actions développées dans la littérature : la signalisation d'une sous-évaluation des titres, la restitution des flux de liquidités aux actionnaires et la réduction des conflits d'intérêt (free cash flow) enfin la manipulation du bénéfice par actions. Nous ajoutons également des raisons « techniques » aux rachats et/ou à l'augmentation de capital.

1) La signalisation : approche théorique et résultats empiriques

a) La signalisation : approche théorique

En présence d'asymétrie d'information sur les flux de liquidités futurs, le marché ne peut refléter à tout moment la valeur intrinsèque des sociétés (Grossman et Stiglitz, 1976). Cependant, les programmes de rachat d'actions permettraient aux dirigeants de signaler au marché la présence d'opportunités de croissance favorables, de réduire l'asymétrie informationnelle et de rétablir la juste valorisation des cours. Encore faut-il que le signal soit crédible. Les dirigeants pourraient émettre des signaux erronés ou lancer des programmes sans opportunité d'investissement recherchant à imiter d'autres entreprises. La crédibilité du signal serait d'autant plus forte que la prime versée lors du rachat serait importante. Cependant, l'observation des pratiques montre que les sociétés rachètent au cours du marché et non à un cours surévalué en dépit de prix annoncés très élevés lors du lancement du programme. En fait, la crédibilité du signal est renforcée si l'entreprise a l'opportunité d'investir dans des entreprises rentables plutôt que de racheter ses propres actions. Le rachat des actions signalerait des opportunités de croissance (car dans le cas contraire, si l'entreprise a du cash en excès relativement à ses opportunités, le fait de racheter ses propres actions plutôt que d'utiliser ses liquidités pour investir dans d'autres firmes rentables, entraînerait une réaction négative du marché (Dann, 1981)). Or, le dirigeant redoute la sanction du marché, et ce raisonnement n'expliquerait pas la réaction boursière positive, de l'ordre de 3% sur les marchés américains, constatées à l'annonce de programmes de rachats d'actions (cf. tableau 1). La performance persisterait à moyen terme et confirmerait la sous-évaluation des titres au lancement des programmes de rachats. Les entreprises susceptibles de mettre en place un

programme de rachat et sous-évaluées à l'annonce de l'opération (le ratio de Marris : la valeur de marché divisée par la valeur comptable des fonds propres est faible) présentent un rendement anormal moyen de 45,3% sur les quatre années suivant l'annonce du rachat contrairement à celles correctement valorisées (Ikenberry et al., 1995).

Tableau 1. Les principaux résultats concernant les rentabilités anormales à court terme

Auteurs	Pays	Période	Fenêtre	CAR	Taille de l'échantillon
Ikenberry et al. (2000)	Canada	1989-1997	Mois	0,93%	1060
Li et Mc Nally (2007)	Canada	1987-2000	-1 j à 2 j	0,73%	1702
Vermaelen (1981)	USA	1970-1978	- 1 j à 1 j	3,62%	243
Comment et Jarell (1991)	USA	1984-1989	- 1 j à 1 j	2,30%	1037
Ikenberry et al. (1995)	USA	1980-1990	- 2 j à 2 j	3,54%	1239
Grullon et Michaely (2004)	USA	1980-1997	- 1 j à 1 j	2,71%	4443
Ginglinger et L'Her (2005)	France	1998-1999	j à j+1	0,57%	363

De nombreuses études empiriques confirment une réaction défavorable du marché des actions à la suite de l'annonce d'une augmentation de capital notamment dans le cas d'investissement productif et en présence d'une forte asymétrie informationnelle. Les résultats sont confirmés par Ginglinger et Gajewsky (2002), Ducassy (2003) dans le contexte français. Les dirigeants d'entreprises sous-évaluées profiteraient d'une fenêtre d'opportunité (Korajczyk et al., 1992)) en réalisant l'opération dès que le marché réajuste les cours à la hausse (Ginglinger et Gajewsky, 2002). Les rachats d'actions motivés par le signalement d'opportunités de croissance « prépareraient le marché » en atténuant l'asymétrie informationnelle. Le recours aux programmes de rachats d'actions antérieurs aux augmentations de capital pourrait contrer les réactions négatives du marché à l'annonce de l'augmentation de capital.

La théorie du financement hiérarchique (Myers et Majluf, 1984) développée dans ce contexte d'asymétrie informationnelle n'intègre pas ces opérations de rachats d'actions³. Comment justifier de telles opérations sachant que l'augmentation de capital devrait être réalisée en dernier ressort après l'endettement financier? En fait, si les rachats d'actions favorisent la réduction de l'asymétrie informationnelle, ils devraient être un outil limitant l'effet négatif constaté lors du lancement d'une augmentation de capital. Ainsi, le financement par augmentation de capital serait réalisé après un endettement important mais préparé par un programme de rachats de d'actions.

Hypothèse 1 : La réaction du marché à l'annonce de l'augmentation de capital serait plutôt positive pour les sociétés présentant des opportunités de croissance, une sous-évaluation ou un endettement plus élevé.

b) La signalisation : études empiriques

Testée initialement par Dann (1981) et Vermaelen (1981), l'hypothèse de signalisation a été unanimement validée en montrant soit l'existence d'une relation négative entre les rentabilités financières avant l'annonce et celles après l'annonce (Comment et Jarrell, 1991), soit l'augmentation durable des performances (économiques/financières) après l'annonce des rachats. Brav et al. (2003) proposent une enquête auprès des dirigeants qui ont recours aux programmes de rachats d'action. Pour ces dirigeants, la sous-évaluation du titre est une motivation prioritaire parmi toutes les raisons avancées⁴.

³ Dans le cadre de la théorie du financement hiérarchique, Shyam-Sunder et Myers (1999) justifient ces opérations en vue d'une restitution de liquidités et de la réduction du capital. Elles ne seraient lancées qu'après une forte réduction de l'endettement financier.

⁴ L'hypothèse est validée par exemple par les études de Stephens et Weisbach (1998), Ginglinger et L'Her (2006). Dann (1981) ou de Nohel et Tarhan (1998) confirment également ces résultats puisqu'ils décèlent une augmentation durable des performances après l'annonce des rachats.

La sous-évaluation boursière des titres en présence d'asymétrie informationnelle est une motivation aux rachats d'actions. Dans ce cas, les dirigeants pourraient utiliser ces opérations en vue de « préparer » le marché à l'augmentation de capital ultérieure.

Tableau 2. Les principaux résultats récents en faveur de l'explication par le signal

Auteurs – Taille de l'échantillon – Période – Méthode	Variable expliquée	Variabiles explicatives	Résultats obtenus
Ho, Liu et Ramanan (1997) - 232 entreprises américaines qui ont racheté au moins 5% sur la période (1984- 1992) Régression multiple	Rentabilités anormales calculées par rapport au modèle de marché pour une période (- 2 jours à + 2 jours entourant la date d'annonce)	Indicateur de la sous-évaluation : *la profitabilité actuelle (indicateur de performance future) ; *la croissance des ventes (indicateur de profitabilité future) Indicateur d'asymétrie informationnelle : le nombre d'analystes financiers,	Ces deux variables sont positivement reliées aux rentabilités anormales au seuil de 1%. Le nombre d'analystes est négativement relié et de façon significative aux rentabilités anormales
Dittmar (2000) - 1869 à 3570 entreprises américaines rachetant des titres (1977 – 1996) Méthode Tobit	Montant racheté en t / Valeur de marché des fonds propres en t-1	* le Q de Tobin avant le rachat	Coefficient négatif et significatif pour le Q de Tobin
Barth et Kasznik (1999) – 675 entreprises rachetant des titres et 1618 entreprises américaines ne rachetant pas des titres - période (1990 -1994) Régression logistique	Variable binaire prenant la valeur 1 en cas de rachat	- Variables traduisant l'importance du caractère intangible des actifs * dépenses de R&D / charges d'exploitation ; * dépenses de publicité / charges d'exploitation * actif intangible autre que le goodwill / valeur des actifs - Variables traduisant une asymétrie informationnelle : Taille de la firme (log (Chiffre d'affaires)) Marché de cotation Pourcentage d'investisseurs institutionnels dans l'actionnariat.	Coefficient positif et significatif à un seuil variant de 1 à 5% Coefficient négatif et significatif au seuil de 1%
Barth et R. Kasznik (1999) – 675 entreprises américaines rachetant des titres - période (1990 -1994) Méthode CAR	Fenêtre d'observation (-2 à +2 jours)	- Variables traduisant l'importance du caractère intangible des actifs (mêmes variables que ci-dessus) - Variable traduisant une asymétrie informationnelle :	Coefficient positif et significatif pour le ratio dépenses de R&D / charges d'exploitation ; Coefficient positif au seuil de 1%

Cette hypothèse de signalisation est également confirmée par les études de Brav et al. (2003), Cook et al. (2004) pour le marché américain. Pour le marché français, Dereeper et Romon (2003) montrent que les sociétés sous-évaluées (dont le ratio de Marris est plus faible) sont celles qui rachètent et annulent leurs propres actions.

		(mêmes variables que ci-dessus)	
Ginglinger et L'Her (2006)- 363 rachats d'actions d'entreprises françaises - période (1998 - 1999) Méthode CAR	Rentabilités anormales (pour une période (0,1)) suite à l'annonce d'un programme de rachat	Indicateur de la sous-évaluation : Rentabilité anormale moyenne 6 mois avant l'annonce des rachats	Coefficient négatif et significatif au seuil de 1%

2) La restitution des liquidités excédentaires aux actionnaires : approches théoriques et empiriques

a) Approche théorique

Une autre explication des rachats d'actions tiendrait à l'existence de conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants en présence d'une trésorerie abondante sans opportunité d'investissement rentable⁵. Selon Jensen (1986), pour les entreprises connaissant des excès de cash-flow (free cash flow), les rachats d'actions suivis de leur annulation diminuent les ressources sous contrôle managérial. Les dirigeants seraient moins exposés au risque de surinvestissement. Ainsi, en restituant des liquidités aux actionnaires tout en réduisant le capital, les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires. Mais la réaction du marché semblerait plutôt contrastée (positive voire négative) car les rachats d'actions signifient à la fois la volonté de restituer des excès de liquidités tout en révélant un manque d'opportunités d'investissement.

Dans le cas des opérations combinant les rachats d'actions suivis d'une augmentation de capital, la réaction du marché serait plutôt négative. En effet, en supposant que ces entreprises disposent d'excès de liquidités, les rachats d'actions suivis d'une augmentation de capital les exposeraient au risque d'une réaction négative du marché. L'incidence sur les

⁵ L'analyse a été argumentée dans une étude de Poincelot et Schatt (2000).

cours serait d'autant plus forte que l'entreprise serait peu endettée puisque selon Jensen, le recours à l'endettement financier est un mode privilégié de réduction du free cash flow.

Hypothèse 2 : La réaction du marché à l'annonce de l'augmentation de capital est plutôt négative en cas de rachat d'actions préalable si la société présente des excès de liquidités et peu d'endettement.

b) Approche empirique

La restitution des excès de liquidités et la réduction des conflits d'intérêt lors des rachats d'actions sont démontrées dans différentes études récentes.

Tableau 3. Les tests empiriques justifiant les rachats d'actions par des excès de liquidités

Auteurs – taille de l'échantillon – période – méthode	Variable expliquée	Variabes explicatives	Résultats obtenus
Dittmar (2000) - entre 1869 et 3570 entreprises américaines rachetant des titres - période 1977 – 1996 Méthode Tobit	Montant racheté / Valeur de marché des fonds propres	EBE + dotations / Valeur totale de l'actif Trésorerie / valeur totale de l'actif	Coefficient positif et significatif
Barth et Kasznik (1999) – 675 entreprises américaines rachetant des titres et 1618 entreprises ne rachetant pas des titres sur la période (1990 - 1994) Régression logistique	Variable binaire prenant la valeur 1 en cas de rachat	EBE + dotations / CA Capitaux propres – amortissements / CA	Coefficient positif et significatif Coefficient non significatif
Poincelot et Schatt (2000) 108 sociétés cotées en France lançant des programmes de rachat (91 pour la régression) (septembre 1998 - juin 1999) Régression multiple	Réaction des cours à l'annonce des programmes de rachats d'actions	Ratio de Marris Trésorerie nette/CA Endettement : dettes financières/fonds propres	Coefficients significatifs et négatifs : endettement et Marris, positif pour la trésorerie

3) La manipulation du bénéfice par action: approches théoriques et empiriques

a) Approche théorique

Les rachats d'actions influencent mécaniquement le bénéfice par action (BPA) sous certaines conditions avec l'objectif de l'aligner sur les prévisions optimistes des analystes. Selon Vernimmen (1992) et Hribar et al. (2006) la réduction du capital entraînera une croissance mécanique du BPA si le ratio BPA/cours de l'action (inverse du PER) est supérieur au coût du financement lié au rachat (cf. encadré suivant). Ce mécanisme reste pertinent également pour les rachats d'actions ne donnant pas lieu à leur annulation puisque les analystes réduiront systématiquement le nombre d'actions en circulation (Vernimmen, 2002, p.788).

Encadré n° 1 : Les conditions permettant d'augmenter mécaniquement le BPA

<p> $BPA_{\text{avant rachat}} = \text{Résultat net} / \text{nombre de titres en } t_0 = E_0 / S_0$ $BPA_{\text{après rachat}} = (\text{Résultat net} - \text{coût du rachat}) / (\text{nombre de titres en } t_0 - \text{nombre de titres moyen racheté sur la période}) = (E_0 - C_0) / (S_0 - \Delta S)$ Le BPA augmente si $BPA_{\text{après rachat}} > BPA_{\text{avant rachat}}$ ou si $(E_0 - C_0) / (S_0 - \Delta S) > E_0 / S_0$ $(E_0 - C_0) / (S_0 - \Delta S) > E_0 / S_0 \times \frac{(S_0 - \Delta S)}{(S_0 - \Delta S)}$ $\frac{E_0}{S_0} \times \frac{\Delta S}{(S_0 - \Delta S)} > \frac{C_0}{(S_0 - \Delta S)}$ Si l'on suppose que le coût total du rachat est $C_0 = \Delta S \times P \times r$ Avec P le cours de l'action et r, le coût des fonds pour racheter les actions. $BPA_{\text{après rachat}} > BPA_{\text{avant rachat}}$ si $\frac{E_0/S_0}{P} \times \frac{\Delta S}{(S_0 - \Delta S)} > \frac{\Delta S}{(S_0 - \Delta S)} \times r$ $BPA_{\text{après rachat}} > BPA_{\text{avant rachat}}$ si $\frac{E_0/S_0}{P} > r$ Le BPA augmente si l'inverse du PER (BPA / cours) est supérieur au coût du rachat. </p>
--

Cette décision d'augmenter le BPA par les rachats d'actions est-elle cohérente avec le lancement d'une augmentation de capital ? Les rachats d'actions peuvent être un moyen de « préparer le marché » en limitant les réactions négatives consécutives à une augmentation de capital. Dans ce cas, le marché réagirait positivement à l'augmentation du BPA par les rachats d'actions à condition que l'opération soit source de création de valeur c'est-à-dire si les fonds restitués aux actionnaires présentent une rentabilité marginale inférieure au coût du capital. Dans un tel cas, la restitution des liquidités aux actionnaires s'apparente à l'explication des rachats en présence de free cash flow et nous supposons une réaction négative à l'annonce de l'augmentation de capital (hypothèse 3.1). La manipulation du BPA est incompatible avec l'augmentation de capital s'il y a une logique à restituer du cash en excès. A contrario, si les liquidités restituées aux actionnaires présentent une rentabilité économique marginale supérieure au coût du capital (destruction de valeur liée aux rachats d'actions), les rachats d'actions ne peuvent être justifiés que pour préparer le marché à l'augmentation de capital.

Hypothèse 3.1 : La réaction du marché à l'annonce de l'augmentation de capital est plus négative en cas de rachat d'actions préalables s'il y a augmentation du BPA (l'inverse du PER est supérieur au coût moyen pondéré du capital) et si le taux de rentabilité économique est inférieur au coût du capital.

Hypothèse 3.2 : La réaction du marché à l'annonce de l'augmentation de capital est neutre ou positive en cas de rachat d'actions préalables s'il y a augmentation du BPA (l'inverse du PER est supérieur au coût moyen pondéré du capital) et si le taux de rentabilité économique est supérieur au coût du capital.

b) Approche empirique

Hribar et al. (2006) testent l'hypothèse de l'alignement du BPA par les rachats d'actions sur les prévisions plus favorables des analystes financiers. Les rachats d'actions motivés par l'augmentation du BPA sont réalisés lorsque les firmes enregistrent un bénéfice légèrement inférieur aux prévisions (ce qui confirme une logique de manipulation du BPA). Bens et al. (2003) montrent que les sociétés présentant un PER élevé (pour lequel l'inverse du PER a une plus grande probabilité d'être inférieur au coût du rachat) et qui n'ont pas intérêt à augmenter mécaniquement le BPA, rachètent significativement moins de titres (au seuil de 1%) sur la base d'un échantillon de 357 entreprises rachetant des titres sur la période 1996-1999. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse d'une manipulation du rachat. En outre, à la suite d'une enquête de Brav et al. (2005) concernant 167 entreprises nord-américaines, l'augmentation du BPA serait la seconde motivation des dirigeants lançant des rachats d'actions (76% des dirigeants la classent de « important » à « très important »).

4) Les raisons « techniques »

Les rachats d'actions antérieurs aux augmentations de capital peuvent être la résultante de décisions de gestion que nous qualifions de raisons « techniques ». Elles obligent les dirigeants à lancer un programme de rachat et/ou une augmentation de capital. Nous avons identifié quatre motivations qui ont une « incidence mécanique » sur la décision de lancer ces opérations.

- L'annulation de l'effet de dilution induit d'une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un PEE⁶ en rachetant les titres préalablement et en les annulant (relution).

⁶ Plan d'Épargne d'Entreprise. Afin de favoriser le développement de l'actionnariat salarié, des mesures ont été prises en vue d'obliger les dirigeants sociaux des sociétés à consulter les actionnaires sur l'opportunité de

Plus généralement, l'existence d'un PEE au sein de l'entreprise est considérée comme une variable de contrôle expliquant spécifiquement la réaction du marché à l'annonce de l'augmentation de capital ;

- L'épuration des pertes par une augmentation de capital suivie d'une réduction du capital (« coup d'accordéon »). En présence de capitaux propres négatifs ou inférieurs à la moitié du capital, une augmentation de capital en numéraire correspondant au montant des pertes suivie d'une réduction du capital éliminera les pertes de l'entreprise. La jurisprudence admet également l'opération contraire. Dans ce cas, la nécessité de réduire ce capital d'un montant au moins égale aux pertes obligerait à annuler le capital par annulation des actions existantes, à la condition suspensive d'une nouvelle augmentation d'un montant suffisant pour permettre la constatation, après déduction des pertes restantes (seconde réduction du capital), d'un capital atteignant le minimum légal. Cette solution est généralement retenue puisqu'elle modifie plus facilement l'actionnariat de la société (ed. Francis Lefèvre, 2006) ;

- L'amélioration de la performance par des mécanismes incitatifs et la mise en place d'un plan de stocks-options. Les plans d'options sur actions (POA) se présentent sous deux formes (Desbrières, 1991) : les *options de souscription* et les *options d'achat*. L'exercice des *options de souscription* nécessite une augmentation de capital et/ou l'attribution d'actions nouvelles et implique un effet de dilution du BPA et une réduction du contrôle. Pour contrer l'effet de dilution, les dirigeants rachèteraient préalablement une fraction des actions nouvellement créées. Cependant, puisque l'objectif de l'opération n'est pas le financement d'un investissement productif, l'augmentation de capital n'engendrerait pas de réaction négative induite de l'asymétrie informationnelle. En cas d'exercice des *options d'achat*, la société

procéder à une augmentation de capital réservée à leurs salariés. Ainsi, lors d'une décision d'augmentation de capital numéraire, l'AGE doit statuer sur une augmentation en faveur des salariés adhérents à un PEE (aux termes de l'article L 225-129 du code de commerce dans sa résolution issue de la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale).

procède à un rachat d'actions et les distribue aux détenteurs d'options. L'augmentation de capital ultérieure aurait pour effet de neutraliser l'incidence des rachats d'actions réalisés.

- L'apport d'actions existantes ou nouvelles aux détenteurs d'obligations OCEANE (obligations à option de conversion ou d'échange d'actions nouvelles ou existantes). En cas de conversion, ces obligations permettent aux investisseurs de récupérer des actions nouvelles ou des actions rachetées sur le marché. L'exercice de ces obligations amène les dirigeants à lancer mécaniquement des programmes de rachats d'actions ou à lancer une augmentation de capital.

Pour ces sociétés, les rachats d'actions antérieurs aux augmentations de capital n'étant que la résultante mécanique d'une décision de gestion, nous posons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4.1 : La réaction du marché à l'annonce d'une augmentation de capital est nulle dans le cas où l'entreprise rachète ses propres titres à des fins de financer un plan d'options et/ou si l'entreprise a préalablement émis des obligations OCEANE.

Nous testons également l'hypothèse de contrôle complémentaire selon laquelle ces raisons techniques (augmentation réservée aux salariés et réalisation d'un plan d'options de souscription d'actions) n'entraîneraient pas de réaction boursière.

Hypothèse 4.2 : La réaction du marché à l'annonce d'une augmentation de capital est nulle si l'entreprise réalise une augmentation de capital réservée totalement ou partiellement aux salariés adhérents à un PEE ou si elle est motivée par la réalisation d'un plan d'options de souscription d'actions.

Partie 3. Présentation de l'échantillon et méthodologie des tests

1. Présentation de l'échantillon d'entreprises

A partir de la base de données disponible sur le site internet de l'AMF, nous avons identifié 53 opérations d'augmentation de capital lancées en période de rachats d'actions entre septembre 1999 et septembre 2006. Notre propos concerne les sociétés ayant lancé préalablement un programme de rachat et ayant réellement racheté leurs propres actions pour ensuite augmenter leur capital. Ainsi, nous avons analysé plus d'une centaine de notices d'information de rachat d'actions afin d'identifier les caractéristiques des programmes (motivations et résultats des rachats). Il est nécessaire également de retrouver les résultats des rachats mois par mois pour l'ensemble des opérations à partir de la base de l'AMF⁷. Au final, ces 53 opérations concernent 45 sociétés ayant racheté des titres préalablement aux augmentations de capital (dans les 6 mois qui ont précédé l'augmentation de capital (cf. tableau 4)) et réparties sur les 3 groupes de cotation (A, B et C).

Tableau 4. Les caractéristiques de l'échantillon

Secteur d'activité	Nombre d'entreprises	Nombre d'opérations
Gaz, pétrole 0	1	2
Matériaux 1	1	1
Industrie 2	11	13
Biens de consommation 3	5	6
Santé 4	0	0
Services 5	5	6
Télécommunication 6	1	1
Services publics 7	2	2
Banque, Assurance 8	8	10
Technologie 9	11	12
Total	45	53

⁷ Le travail de collecte sur la base de l'AMF est très conséquent car il nécessite de faire pour chaque mois et par titre une requête spécifique afin d'extraire le montant des rachats réalisés ainsi que les éventuelles annulations et/ou cessions de titres rachetés. Au total, cela nécessite plus de 300 requêtes. En cas d'absence de données (les rachats en 2004 ne pouvaient être directement extraits), nous avons pu les obtenir par des requêtes plus complexes.

Les programmes de rachats sont prioritairement motivés par la régularisation des cours (animation du marché). Les dirigeants annoncent cet objectif en priorité dans 73% des cas. Toutefois, les résultats des rachats atténuent son importance. Généralement combinés à d'autres motivations, de nombreux rachats sont réalisés finalement pour 2 ou 3 motivations (financement de la croissance externe, attribution d'options/actions aux salariés) et pour 8 sociétés, les opérations font l'objet d'une annulation des titres rachetés (3 sociétés avaient annoncé cet objectif en priorité).

Tableau 5. Les caractéristiques principales des augmentations de capital et des rachats d'actions

	Augmentation de capital		Rachats d'actions		
	Proportion nouvelles/anciennes Actions	Détention des principaux actionnaires (% du capital)	Objectif prioritaire annoncé (% des entreprises)	% du capital détenu lors du lancement des rachats	% du capital racheté 6 mois avant l'augmentation de capital
Moyenne	0,37	47,8 %	Régularisation : 73% Croiss. externe : 12% Options aux sal. : 11% Annulation : 3%	1,75%	1,6%
Médiane	0,31	46 %		1,18%	1,01%

Par exemple, bien que les dirigeants d'Axa soient autorisés en priorité à racheter les titres pour l'animation du marché et à octroyer des actions/options aux salariés, ils n'hésitent pas à annuler massivement les titres rachetés. Les montants consacrés aux rachats sont relativement faibles comparativement à ceux susceptibles d'être engagés lors du lancement du programme. Ainsi, lors du lancement du programme d'avril 2005, les dirigeants d'Axa annoncent des rachats à hauteur du maximum autorisé (10%) faisant part d'une abondante trésorerie pour faire face au financement du programme (plus de 18 milliards d'euros). Le taux d'auto-

détention du capital était de 1,10% et ils ont racheté 1,2 % du capital soit plus de 557 millions d'euros. Ils ont annulé massivement les titres rachetés par deux fois en janvier et novembre 2006 pour près de 1,6% du capital tout en procédant en mai 2006 à une augmentation d'environ 11% du capital.

Pour l'ensemble de l'échantillon, les entreprises rachètent en moyenne 1,6% du capital dans les 6 mois précédant l'augmentation de capital. Le capital est augmenté en moyenne à hauteur de 37% et 20% des actionnaires principaux ne participent pas à l'augmentation de capital (généralement ils n'ont pas la majorité absolue). Toutes les entreprises font l'objet d'une délégation de pouvoir aux dirigeants pour réaliser l'opération. En étudiant les raisons « techniques » qui justifieraient une réaction neutre du marché, nous observons que 25 entreprises réalisent des augmentations réservées totalement ou partiellement aux salariés adhérents à un plan épargne entreprise (après consultation des rapports annuels et des avis d'opérations sur le site de l'AMF). Neuf entreprises ont lancé des obligations OCEANE (en étudiant les rapports annuels pendant 5 ans avant l'augmentation de capital) et 40 entreprises ont motivé les rachats d'actions par l'existence d'un plan d'options. Enfin, nous avons vérifié qu'aucune autre décision de gestion n'entrave nos résultats.

2. Réaction boursière et présentation des variables expliquées

Pour vérifier si le marché financier réagit à l'annonce d'une augmentation de capital combinée aux rachats d'actions, nous utilisons la méthodologie des études d'évènements. Pour mesurer la réaction du marché financier, nous déterminons les rentabilités anormales de la façon suivante :

$$AR_{i,t} = RR_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i RM_t)$$

$$ARM_t = \sum AR_{i,t} / N$$

$$CAR_{(t1 ; t2)} = \sum ARM_t$$

avec :

$AR_{i,t}$, la rentabilité anormale du titre i en période t ;

$RR_{i,t}$, la rentabilité réelle du titre i en période t ;

RM_t , la rentabilité du marché en période t ; α_i et β_i , les paramètres du modèle de marché estimés entre -220 à -20 jours ;

ARM_t la rentabilité anormale moyenne en période t ; $CAR_{(t1 ; t2)}$ est la rentabilité anormale cumulée sur la période de $t1$ à $t2$; N , la taille de l'échantillon.

Les rentabilités anormales sont cumulées sur une période de 40 jours, 20 jours avant et 20 jours après la date d'annonce de l'augmentation de capital (date d'attribution du visa par l'AMF). Nous définissons les variables expliquées suivantes.

Tableau 6. Définition des variables expliquées

Hypothèse 1	VARDEP1	Variable nominale égale à 1 si la réaction boursière est positive et 0 autrement
Hypothèse 2	VARDEP2	Variable nominale égale à 1 si la réaction boursière est négative et 0 autrement
Hypothèse 3	VARDEP3	Variable nominale égale à 1 si la réaction boursière est positive ou neutre et 0 autrement
Hypothèse 4.1 et 4.2	VARDEP4	Variable nominale égale à 1 si la réaction boursière est neutre et 0 autrement

3. Présentation et statistiques descriptives des variables explicatives

Les données des variables explicatives ont été extraites de la base OSIRIS ou de chaque note d'information relative au programme de rachat ou relative à l'augmentation de capital mais également des rapports annuels. Nous définissons les variables explicatives dans le tableau suivant.

Tableau 7. Définition des variables explicatives

Hypothèses	Définition de la variable explicative	Nom des variables et source (collecte de données)
Hypothèse 1 : Indicateur de profitabilité Indicateur de profitabilité Indicateur de sous-évaluation Indicateur mesurant l'endettement	Indicateur de profitabilité 1 Indicateur de profitabilité 2 Ratio de Marris Ratio d'endettement financier 1 Ratio d'endettement financier 2	ECOMARGE = (EBIT /chiffres d'affaires)x100 BENMARGE = (résultat courant / chiffre d'affaires)x100 MARRIS = Capitalisation boursière à la date de clôture des comptes / fonds propres comptables ENDFIN = Dettes financières / Fonds propres ENDTOT = Dettes financières / Total de l'actif
Hypothèse 2 : Indicateur de free cash flow 1 Indicateur de free cash flow 2 Indicateur de cash en excès Indicateur mesurant l'endettement Financier	Free cash flow (avant acquisition de sociétés) / Actif net Cash Ratio =Trésorerie actif / Dettes d'exploitation Ratio d'endettement financier 1 Ratio d'endettement financier 2	FREE 1 = (BAI + Dotations – Variation du BFR – Investissements bruts (excepté survaleur en cas d'acquisition)) / Actif net FREE 2 = (FREE 1 – survaleur payée en cas d'acquisition) / Actif net FREE 3 = (Disponibilités + VMP) / Dettes d'exploitation ENDFIN = Dettes financières / Fonds propres ENDTOT = Dettes financières / Total de l'actif
Hypothèse 3*:		VAROICCOUT : variable nominale égale à 1 si le taux de rentabilité sur les capitaux investis est supérieur au coût de la dette, 0 autrement VARINVPERCOUT : variable nominale égale à 1 si l'inverse du PER est supérieur au coût de la dette, 0 autrement
Hypothèse 4.1 et 4.2	Existence d'obligations océanes Rachat d'actions justifié en partie par l'existence d'un plan d'option Augmentation de capital justifiée en partie par l'existence d'un plan épargne entreprise Augmentation de capital justifiée en partie par l'existence d'option de souscription d'actions	OCEANE : variable nominale égale à 1 si l'existence d'obligations OCEANE est mentionnée dans les rapports annuels, 5 ans avant l'émission de capital, 0 dans le cas contraire. OPTACH : variable nominale égale à 1 si l'existence d'options d'achat est mentionnée dans les motivations des rachats d'actions publiées dans les programmes de rachat d'actions, 0 dans le cas contraire. PEE : variable nominale égale à 1 si l'existence d'un plan épargne entreprise est mentionnée dans les avis concernant les augmentations de capital. OPTSOUS : variable nominale égale à 1 si l'existence des options de souscription d'actions justifie en partie la levée de fonds. L'information est obtenue en consultant les avis concernant les augmentations de capital.

* Nous avons remplacé le coût moyen pondéré du capital par le coût de la dette.

Pour chaque variable définie, nous présentons les principales caractéristiques de l'échantillon (tableaux suivants). Les variables sont mesurées sur l'exercice précédant l'augmentation de capital.

Tableau 8. Les principales caractéristiques des variables explicatives

Variables	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Nombre D'observations
ECOMARGE*	-0,74	4,48	100,09	43
BENMARGE**	10,10	3,94	119,13	49
MARRIS	4,02	2,00	5,51	48
ENDFIN	90,16 %	84,56 %	168,04	45
ENDTOT	0,30	0,28	0,16	44
FREE1	0,22	0	1,67	46
FREE2	0,20	0	2,16	45
FREE3	0,42	0,21	0,70	44

Pour deux sociétés MEMSCAP et PROLOGUE SOFTWARE, les données modifient particulièrement les chiffres obtenus.

* en retirant la société MEMSCAP, la moyenne, la médiane et l'écart-type sont de 11,25%, 4,64% et 62,47.

** en retirant la société MEMSCAP, la moyenne, la médiane et l'écart-type sont de 21,27%, 4,05% et 90,88.

- La variable Marris est égale en moyenne à 4,02. La capitalisation boursière des fonds propres est 4 fois supérieure à la valeur comptable des fonds propres. Au total, 8 sociétés sur 48 ont un ratio de Marris inférieur à 1.

- L'endettement financier représente 90,16% de la valeur des fonds propres. Pour les banques, ce ratio est mesuré par le rapport entre les titres subordonnés et les capitaux propres. L'endettement représente en moyenne 30% de l'actif total.

- En moyenne, les deux premières mesures du free cash flow représentent 20% de l'actif net des entreprises concernées.

Tableau 9. Les principales caractéristiques des variables nominales

Variables	Nombre de fois où la variable est égale à 1	Nombre de fois où la variable est égale à 0	Nombre d'observations
OCEANE	9	44	53
OPTACH	40	13	53
PEE	25	28	53
OPTSOUS	12	41	53
VAROICCOUT	27	17	44
VARINVPERCOUT	16	14	30

Pour tester l'hypothèse concernant la manipulation du BPA, il faut que l'inverse du PER soit supérieur au coût de la dette. Cela se produit seulement pour 16 observations sur 30. Par conséquent, il y a (à une observation près) autant d'entreprises qui pourraient manipuler ou non le BPA en rachetant des titres. La faible taille de l'échantillon est insuffisante pour tester l'hypothèse 3.

Partie 4. Présentation des résultats

L'étude d'événement autour de la date d'annonce des 53 augmentations de capital combinées aux rachats d'actions est réalisée pour différentes fenêtres (-20, +20 jours). La rentabilité anormale cumulée sur 20 jours précédant l'annonce est de -0,3%. En observant la rentabilité anormale le jour J (en t_0), l'échantillon peut être décomposé en trois parties relativement de même importance :

- 17 opérations ont connu une réaction positive ;
- 14 opérations n'ont pas entraîné de réaction ;
- 22 entreprises ont connu une réaction négative.

La rentabilité anormale à la date d'annonce n'est pas significativement différente de 0. En moyenne, il n'y a pas de réaction significative du marché à la date d'annonce de l'augmentation de capital. Cependant, nous constatons une forte dispersion des rentabilités anormales mesurées à la date d'annonce ou cumulées le jour de l'annonce et le lendemain (en t_0 et t_1).

Tableau 10. Le nombre d'opérations d'augmentations de capital selon la rentabilité anormale cumulée en 0 et 1

Rentabilités anormales	-15% à -10%	-10% à -5%	-5% à 0%	0% à 5%	5% à 10%	10% à 15%	15% à 20%
Nombre	2	7	19	18	5	1	1

d'opérations								
--------------	--	--	--	--	--	--	--	--

Afin de valider l'hypothèse d'une réaction du marché en fonction des caractéristiques et des motivations des opérations, nous régressons les modèles suivants en tenant compte des problèmes de multicolinéarité. En effet, la matrice des corrélations présentée dans le tableau suivant met en évidence, des corrélations fortement positives entre :

- les deux indicateurs de profitabilité, ECOMARGE et BENMARGE ;
- les deux variables d'excès de liquidités (free cash flow) FREE 2 et FREE 1 ;
- les deux indicateurs d'endettement, ENDTOT et ENDFIN.

Tableau 11. La matrice de corrélation

	ECOMARGE	BENMARGE	MARRIS	ENDFIN	ENDTOT	FREE1	FREE2	FREE3
ECOMARGE	1	,997(**)	,049	,097	,077	-,009	-,004	-,037
	43	,000	,756	,540	,623	,956	,979	,816
BENMARGE	,997(**)	1	-,006	,089	,056	,019	,020	-,050
	,000		,969	,568	,723	,904	,899	,752
	43	49	47	43	43	45	44	43
MARRIS	,049	-,006	1	,142	-,543 (**)	-,068	-,074	,108
	,756	,969		,358	,000	,654	,627	,483
	43	47	48	44	44	46	45	44
ENDFIN	,097	,089	,142	1	,039	,380(*)	,418(**)	-,078
	,540	,568	,358		,804	,011	,005	,620
	42	43	44	45	43	44	44	43
ENDTOT	,077	,056	-,543 (**)	,039	1	-,011	-,003	-,209
	,623	,723	,000	,804		,946	,987	,174
	43	43	44	43	44	44	44	44
FREE1	-,009	,019	-,068	,380(*)	-,011	1	,987(**)	-,069
	,956	,904	,654	,011	,946		,000	,657
	43	45	46	44	44	46	45	44
FREE2	-,004	,020	-,074	,418(**)	-,003	,987(**)	1	-,044
	,979	,899	,627	,005	,987	,000		,779
	43	44	45	44	44	45	45	44
FREE3	-,037	-,050	,108	-,078	-,209	-,069	-,044	1
	,816	,752	,483	,620	,174	,657	,779	
	43	43	44	43	44	44	44	44

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

Le résultat du test de significativité ainsi que la taille de l'échantillon figurent en dessous de chaque coefficient de corrélation de Pearson. Nous avons réalisé la matrice de corrélation en incluant les variables nominales et les variables quantitatives conservés (cf. annexe). Compte tenu des problèmes de multicollinéarité, nous intégrons successivement dans les deux premières régressions les variables MARRIS ou ENDTOT fortement corrélées.

$$\text{Régression 1 : } \text{CAR} = \alpha_1 \text{FREE1} + \alpha_2 \text{FREE3} + \alpha_3 \text{BENMARGE} + \alpha_4 \text{PEE} + \alpha_5 \text{OPTSOUS} + \alpha_6 \text{OCEANE} + \alpha_7 \text{OPTACH} + \alpha_8 \text{MARRIS}$$

$$\text{Régression 2 : } \text{CAR} = \alpha_1 \text{ENDTOT} + \alpha_2 \text{FREE1} + \alpha_3 \text{FREE3} + \alpha_4 \text{BENMARGE} + \alpha_5 \text{PEE} + \alpha_6 \text{OPTSOUS} + \alpha_7 \text{OCEANE} + \alpha_8 \text{OPTACH}$$

Dans les modèles suivants, nous intégrons successivement les variables ENDFIN ou FREE 1 pour les mêmes raisons.

$$\text{Régression 3 : } \text{CAR} = \alpha_1 \text{ENDFIN} + \alpha_2 \text{FREE1} + \alpha_3 \text{FREE3} + \alpha_4 \text{BENMARGE} + \alpha_5 \text{PEE} + \alpha_6 \text{OPTSOUS} + \alpha_7 \text{OCEANE} + \alpha_8 \text{OPTACH} + \alpha_9 \text{MARRIS}$$

$$\text{Régression 4 : } \text{CAR} = \alpha_1 \text{FREE1} + \alpha_2 \text{FREE3} + \alpha_3 \text{BENMARGE} + \alpha_4 \text{PEE} + \alpha_5 \text{OPTSOUS} + \alpha_6 \text{OCEANE} + \alpha_7 \text{OPTACH} + \alpha_8 \text{MARRIS}$$

Nous avons reproduit uniquement les résultats de la première régression (non significative), les autres résultats n'apportant pas d'information complémentaire. Seule la variable MARRIS de signe positif est la plus proche de seuil de significativité habituellement retenu (5%).

Tableau 12. Les résultats de la régression 1

	Coefficient	T	Signification
Constante	-0,022	- 1,386	0,175
OPTACH	0,022	1,384	0,176
OCEANE	-0,006	-0,299	0,767
PEE	-0,001	-0,055	0,957
OPTSOUS	-0,012	-0,646	0,523
BENMARGE	0,000	0,990	0,330
MARRIS	0,002	1,944	0,061 (*)
FREE 1	-0,005	-1,296	0,204
FREE 3	-0,006	-0,281	0,781
ENDTOT	-----	-----	-----
R	0,485		
R ² ajusté	0,044		
F	1,229		
Signification	0,314		

Résultat obtenu après suppression des sociétés MEMSCAP et PROLOGUE SOFTWARE

Nous avons déterminé les régressions logistiques⁸ suivantes (en utilisant la méthode descendante de Wald). Les résultats ne sont pas significatifs excepté pour l'hypothèse 1.

Prob (VARDEP1 = 1) = g BENMARGE + h ENDFIN + i MARRIS + j (hypothèse 1)

Prob (VARDEP2 = 1) = k FREE 1 + l FREE 2 + m ENDTOT + n (hypothèse 2)

Prob (VARDEP4 = 1) = a OCEANE + b OPTACH + c (hypothèse 4)

Prob (VARDEP4 = 1) = d OPTSOUS + e PEE + f (hypothèse 4)

Tableau 13. Les résultats des tests de l'hypothèse 1

Tests de spécification du modèle	Khi-deux	Degrés de liberté	Significativité
Etape 1			
Etape	6,611	2	0,037
Bloc	6,611	2	0,037
Modèle	6,611	2	0,037
Etape 2			
Etape	-5,775	1	0,016
Bloc	0,836	1	0,361

⁸ Nous avons privilégié la régression logistique à l'analyse discriminante pour deux raisons (Howell, 1998) :

- l'analyse discriminante soumet les variables indépendantes à certaines conditions d'application restrictive de normalité. La régression logistique n'impose pas de telles conditions d'application restrictives aux variables indépendantes, qui peuvent être catégorielles ou continues ;
- l'analyse discriminante peut générer une probabilité de succès qui se situe en dehors de la plage 0-1. La régression logistique ne génère pas de probabilités extérieures à la plage 0-1.

Modèle	0,836	1	0,361
Etape 3	-0,836	1	0,361

Variables dans l'équation	Khi-deux	Signification		Coefficient	Significativité
Etape 1	6,611	0,037	BENMARGE	0,014	0,126
			ENDFIN	-0,002	0,262
			MARRIS	0,118	0,066
			Constante	-1,061	0,030
Etape 2	-5,775	0,016	BENMARGE	0,013	0,134
			MARRIS	0,108	0,078
			Constante	-1,225	0,010
Etape 3	-0,826	0,361	MARRIS	0,097	0,094
			Constante	-1,069	0,013

Seule la variable MARRIS est la plus proche du seuil de significativité habituellement retenu (5%). Le marché réagirait positivement pour les entreprises surévaluées, ce qui est contraire à notre hypothèse⁹.

Quelle que soit la méthode utilisée, les autres variables des modèles ne sont pas significatives et n'expliquent pas la réaction du marché. Bien que les investisseurs ne réagissent pas en moyenne à l'annonce des augmentations de capital, les réactions boursières sont très différentes selon les entreprises. Pour autant, elles ne sont pas expliquées par les caractéristiques des opérations combinant les rachats d'actions et les augmentations de capital. Ainsi, l'hypothèse de signal qui nous amène à supposer que les dirigeants préparent le marché en réduisant l'asymétrie informelle par les rachats d'actions ne peut être validée. De même, nous ne pouvons valider l'hypothèse de la restitution des excès de liquidités comme motivation des rachats d'actions et son incidence sur les cours lors d'une augmentation de capital lancée ultérieurement.

⁹ D'autres tests ont été réalisés en assouplissant notamment les variables dépendantes conformément au tableau suivant. Les résultats demeurent inchangés.

VARDEP1'	Variable nominale égale à 1 si la réaction boursière est positive ou nulle ; 0 sinon
VARDEP2'	Variable nominale égale à 1 si la réaction boursière est négative ou nulle ; 0 sinon

L'absence de résultat significatif peut s'expliquer principalement par la portée limitée de notre échantillon, restreint à 53 opérations mais également par la faible proportion des entreprises motivées par la restitution de liquidités aux actionnaires (annulation des actions rachetées), seule gage d'une éventuelle réduction des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.

Conclusion

Constatant que plus de 22% des augmentations de capital lancées sur le marché financier français sont réalisées consécutivement à la réalisation d'un programme de rachat d'actions, nous proposons une étude originale de la relation entre ces deux opérations qui semblent a priori paradoxales voire irrationnelles. A partir de 53 opérations pour la période 1999-2006, nous supposons que la réaction boursière à l'annonce de l'augmentation de capital dépend des caractéristiques des programmes de rachats et des motivations des dirigeants.

Nous montrons l'intérêt de la combinaison des rachats d'actions et d'une augmentation de capital consécutivement. Par exemple, les raisons techniques, la manipulation du BPA ou l'hypothèse de signal pourraient justifier ces deux opérations. Bien que les investisseurs ne réagissent pas en moyenne à la date d'annonce, nous mesurons des réactions boursières très contrastées comme nos hypothèses le suggéraient. Par exemple, la réaction nettement positive de certaines sociétés pourrait concerner des sociétés sous-évaluées par les hypothèses issues de la théorie du signal selon laquelle les dirigeants préparent le marché en réduisant l'asymétrie informelle par les rachats d'actions. L'analyse approfondie de ces réactions ne permet pas de confirmer les différentes hypothèses issues de la théorie du signal, de l'agence ou les raisons techniques.

Cependant, il est difficile de distinguer empiriquement les hypothèses issues des théories du signal et de la théorie de l'agence. En effet, les caractéristiques des opérations sont mesurées par de nombreuses variables comptables et boursières qui relèvent parfois des deux analyses. Par exemple, le ratio Marris peut être utilisé comme indicateur de sous-évaluation de la valeur boursière mais il est également une mesure du free cash flow (théorie de l'agence).

Par ailleurs, l'analyse approfondie des notices d'information concernant les augmentations de capital et les rachats d'actions révèle de nombreuses motivations des dirigeants pour lancer ces opérations. Face à cette combinaison de motifs, il demeure difficile d'isoler un objectif principal cohérent avec notre hypothèse et ce, d'autant plus que les sociétés utilisent des documents stéréotypés facilitant la rédaction de leur notice (nous retrouvons les mêmes syntaxes dans des avis concernant des entreprises différentes).

L'analyse approfondie des notices et les résultats des opérations soulèvent des questions et apportent des pistes de recherche. Nous avons constaté une forte divergence entre les montants engagés pour ces opérations lors de l'annonce du programme et les montants réellement consacrés aux rachats. Ainsi, pour l'ensemble de l'échantillon la plupart des sociétés¹⁰ annoncent des rachats à hauteur du maximum autorisé (10%) faisant part systématiquement d'une abondante trésorerie pour faire face au financement du programme. Ce « découplage » fera l'objet d'une prochaine recherche visant à expliquer les raisons et pourrait justifier également des réactions boursières contrastées.

Enfin, d'après notre échantillon de référence, il semblerait que seuls les dirigeants des grandes sociétés (cotées sur Eurolist A) utilisent les rachats d'actions pour des objectifs variés et seraient plus enclins à recourir à l'annulation de titres. A contrario, les dirigeants des sociétés plus petites, celles cotées sur Eurolist B et C, rachètent les actions dans l'objectif

¹⁰ A l'exception de celles qui ont un flottant relativement limité. Dans ce cas, les rachats d'actions sont limités à un niveau permettant de ne pas réduire leur flottant au dessous des seuils critiques (exemple de Natexis en 2005).

d'assurer la liquidité du marché (animation de titres dans le cadre d'un contrat de liquidité). Ainsi, nous constatons que 8 opérations de rachats d'actions concernant des grandes sociétés (BNP Paribas, Casino, Axa ou Vinci) font l'objet d'une annulation des titres rachetés (15% des 53 opérations). Ces opérations seraient conformes à l'intérêt des actionnaires, en restituant des liquidités en excès, les dirigeants limitent les conflits d'intérêts latents. Par conséquent, ces dirigeants seraient moins exposés au risque de surinvestissement. Ces dernières années, les banques et les compagnies d'assurance ont dégagé des marges très élevées et ont accumulé des excédents de liquidités. Dans un contexte de taux d'intérêt plus faibles et en présence de projets d'investissement limités, les dirigeants ont privilégié la restitution des excès de liquidités aux actionnaires et la réduction des capitaux propres, limitant les placements de trésorerie peu rémunérateurs et le risque de surinvestissement. Ce raisonnement est d'autant plus pertinent que la société présente un actionnariat diffus avec des dirigeants détenant une faible fraction du capital, c'est-à-dire dans les grandes sociétés où le risque de surinvestissement est plus élevé si l'on considère une plus grande latitude managériale. Si la théorie de l'agence permet d'expliquer le recours aux rachats d'actions et à la réduction du capital par annulation des titres (relution), il subsiste néanmoins une certaine interrogation quant à la motivation des dirigeants pour entreprendre une opération de réduction du capital suivie d'une augmentation de capital (voire l'inverse). Ainsi, pour des cas limités aux rachats d'actions à effet relatif, l'analyse du processus de rachat (timing, montants engagés) mais également le rôle des différents acteurs (dirigeants, actionnaires principaux ou non) dans la décision des opérations de relution et de dilution du capital mériteraient une étude qualitative approfondie.

Bibliographie

Barth M.E, Kasznik R. (1999), “Share Repurchase and Intangible Assets”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, p. 211-241.

Bens D.A., Nagar V., Skinner D.J., Franco Wong M.H. (2003), “Employee stock options, EPS dilution and stock repurchases”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.36, p. 51-90.

Comment R., Jarrell G. (1991), “The relative signaling power of dutch auction and Fixed-Price Self-tender Offer and Open Market Repurchase”, *Journal of Finance*, vol. 46, p. 1243-1271.

Cooney J.R., Kalay A. (1993), “Positive information from equity issue announcements”, *Journal of Financial Economics*, n° 2, vol. 33, avril, p.149-172.

Cook D.O, Krigman L., Leach J.C (2003), “An analysis of SEC guidelines for executing Open Market Repruchases”, *The Journal of Business*, vol. 76, n°2, avril, p. 289- 315.

Dann L.Y. (1981), “Common Stock Repurchases : an Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders”, *Journal of Financial Economics*, vol.9, n°2, février, p. 113-138.

Desbrières Ph., (1991) Participation financière, stock-options et rachats d’entreprise par les salariés, Paris, Economica, collection Gestion, 236 pages.

Dereeper S., Romon F. (2003), “L’utilisation des programmes de rachat d’actions en France”, working paper.

Dittmar A. (2000), “Why do firms repurchase stock? ”, *The Journal of Business*, vol. 73, n°3, juillet, p.331-355.

Ducassy I. (2003), “Déterminants de la réaction du marché français aux émissions de titres à caractère action”, *Banques et Marchés*, n°64, p. 46-58.

- Esambert B. (1998), “Le rachat par les sociétés de leurs propres actions”, *Commission des opérations de Bourse*
- Fama E., French K.R. (2005), “Financing Decisions : who issues stock?”, *Journal of Financial Economics*, vol.76, n°3, juin, p. 549-582.
- Grossman S., Stiglitz J. (1976), “Information and Competitive Price Systems”, *American Economic Review*, vol.66, n°2, p. 246-253.
- Grullon G., Michaely R. (2004), “The information Content of Share Repurchase Program”, *Journal of Finance*, vol. 59, p. 651-80.
- Jeanneret P. (2004), “Use of the Proceeds and Long-run Performance of French Seasoned Equity Offerings Firms”, *European Financial Management*, vol. 11, n°1, p.99-122.
- Gajewski J.F, Ginglinger E. (2002), “Seasoned Equity Issues in a closely held market : Evidence in France”, *European Finance Review*, vol.6, n°3, p. 291-319.
- Ginglinger E., L’Her J.F. (2006), “Ownership Structure and Open Market Stock Repurchase in France”, *European Journal of Finance*, vol.12, n°1, p. 77-94.
- Ho L., Liu C., Ramanan R. (1997), “Open-Market Stock Repurchase Announcements and Revaluation of Prior Accounting Information”, *The Accounting Review*, vol.72, n°3, p. 475-487.
- Howell D.C. (1998), *Méthodes statistiques en sciences humaines*, ed. Deboeck, 821 p.
- Hribar P., Thorne Jenkins N., Bruce Johnson W. (2006), “Stock Repurchases as Earnings Management Device”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 41, p. 3- 27.
- Ikenberry G.J, Lakonishok J., Vermaelen T. (1995), “Market Underreaction to Open Market Share Repurchases”, *Journal of Financial Economics*, vol.39, n°2-3, octobre, p. 181-208.
- Ikenberry G.J, Lakonishok J., Vermaelen T. (2000), “Stock Repurchase in Canada : Performance and Strategic Trading”, *Journal of Finance*, vol.55, p. 2273-97.

Jensen M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.

Kahle K.M. (2002), "When an Buyback isn't a Buyback : Open Market Repurchase and Employee Options", *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n°2, février, p. 235-261.

Korajczyk RA., Lucas DJ., McDonald RL. (1992), "Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n°3, p. 397-416

Li K., McNally W. (2007), "The Information Content of Canadian Open Market Repurchase Announcements", *Managerial Finance*, vol.33, n°1, p. 65-80.

Myers S.C., Majluf N.S (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol.13, n°2, juin, p. 187-221.

Nohen T., Tarhan V. (1998), "Share Repurchases and Firm Performance : new Evidence on the Agency Cost of Free Cash Flow", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, p. 187-222.

Poincelot D., Schatt A. (2000), "Réduction des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants lors des rachats d'actions : le cas français", *Banque et Marchés*, novembre-décembre 2000, n° 49.

Shyam-Sunder L., Myers S.C (1999), "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n°2, février, p.219-244.

Stephens C.P, Weisbach M.S. (1998), "Actual Share Reacquisitions in Open-market Repurchase Programs", *Journal of Finance*, vol. 53, p. 313-33.

Vermaelen T. (1981), "Common stock repurchase and market signaling : an empirical study", *Journal of Financial Economics*, vol.9, n°2, février, p. 139-183.

Vernimmen (P.), Quiry (P.) et Le Fur (Y.) (2002), *Finance d'entreprise*, Dalloz, 5e édition.

Annexe

Corrélations

		OPTSOUS	PEE	OPTACH	OCEANE	BENMARGE	MARRIS	ENDFIN	ENDTOT	FREE1	FREE3
OPTSOUS	Corrélation de Pearson	1	,103	,090	,107	,166	,028	-,018	-,033	-,109	,123
	Sig. (bilatérale)		,470	,531	,455	,264	,854	,908	,834	,482	,438
	N	51	51	51	51	47	46	43	42	44	42
PEE	Corrélation de Pearson	,103	1	,174	,163	,215	,040	-,127	-,067	,143	-,030
	Sig. (bilatérale)	,470		,222	,252	,146	,792	,416	,674	,353	,850
	N	51	51	51	51	47	46	43	42	44	42
OPTACH	Corrélation de Pearson	,090	,174	1	,014	,103	,034	-,088	-,038	,104	,042
	Sig. (bilatérale)	,531	,222		,921	,491	,822	,576	,812	,502	,793
	N	51	51	51	51	47	46	43	42	44	42
OCEANE	Corrélation de Pearson	,107	,163	,014	1	-,093	-,147	,170	,064	,064	-,117
	Sig. (bilatérale)	,455	,252	,921		,536	,329	,275	,688	,679	,459
	N	51	51	51	51	47	46	43	42	44	42
BENMARGE	Corrélation de Pearson	,166	,215	,103	-,093	1	-,108	,062	,051	-,140	,316*
	Sig. (bilatérale)	,264	,146	,491	,536		,480	,702	,751	,372	,044
	N	47	47	47	47	47	45	41	41	43	41
MARRIS	Corrélation de Pearson	,028	,040	,034	-,147	-,108	1	,119	-,543**	-,095	,115
	Sig. (bilatérale)	,854	,792	,822	,329	,480		,451	,000	,539	,470
	N	46	46	46	46	45	46	42	42	44	42
ENDFIN	Corrélation de Pearson	-,018	-,127	-,088	,170	,062	,119	1	,082	,358*	-,088
	Sig. (bilatérale)	,908	,416	,576	,275	,702	,451		,611	,020	,586
	N	43	43	43	43	41	42	43	41	42	41
ENDTOT	Corrélation de Pearson	-,033	-,067	-,038	,064	,051	-,543**	,082	1	,013	-,190
	Sig. (bilatérale)	,834	,674	,812	,688	,751	,000	,611		,937	,229
	N	42	42	42	42	41	42	41	42	42	42
FREE1	Corrélation de Pearson	-,109	,143	,104	,064	-,140	-,095	,358*	,013	1	-,067
	Sig. (bilatérale)	,482	,353	,502	,679	,372	,539	,020	,937		,675
	N	44	44	44	44	43	44	42	42	44	42
FREE3	Corrélation de Pearson	,123	-,030	,042	-,117	,316*	,115	-,088	-,190	-,067	1
	Sig. (bilatérale)	,438	,850	,793	,459	,044	,470	,586	,229	,675	
	N	42	42	42	42	41	42	41	42	42	42

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).