

**Rachats d'actions annoncés versus rachats réalisés :
une analyse du découplage sur le marché français**
**Announced share repurchase versus repurchase shares achieved: an
analysis of decoupling**

Evelyne POINCELOT
Université de Bourgogne, LEG (FARGO)-UMR 5118
Dominique POINCELOT
Université de Franche-Comté LEG (FARGO)-UMR 5118

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

Cahier du FARGO n° 1110401
Version 1 – Avril 2011

Résumé : Notre analyse originale porte sur la pertinence des explications des rachats d'actions en confrontant les motivations des rachats annoncés au faible taux de rachats effectifs mesuré sur le marché français. Nous mobilisons les principales explications théoriques des rachats d'actions et nous proposons une étude empirique de plusieurs centaines de programmes de rachats afin de justifier l'intention volontaire des dirigeants de ne pas engager des rachats importants en dépit de ceux annoncés provoquant ainsi un découplage.

Nous montrons que certaines entreprises ont une probabilité plus élevée de provoquer ce découplage en rachetant plus faiblement leurs propres actions. Ce sont les entreprises dont le bénéfice par action est inférieur aux attentes des analystes financiers, celles qui bénéficient d'une réaction boursière positive en annonçant le programme ou caractérisées par une structure d'actionnariat plus concentrée. Par ailleurs, les entreprises dont les dirigeants engagent des rachats relativement plus importants le mois suivant l'annonce bénéficient d'un effet richesse positif renforçant ainsi l'idée d'un découplage intentionnel.

Mots clés : rachats d'actions, taux de rachat, découplage.

Abstract : Our analysis focuses on the relevance of the explanations of the repurchase of shares relatively to the low rate of actual redemption on the French market. We mobilize the major theoretical explanations and the study of buyback programs and test the assumptions justifying that there would be no intention to achieve significant redemptions after the announcement.

Firms whose earnings per share is lower than that estimated by financial analysts, with a positive market reaction to the announcement or a more concentrated ownership structure have a higher probability of less repurchase. Finally, firms that repurchase more within thirty days after the announcement had a greater probability of having a higher relative wealth over the same period.

Keywords: Equity issues, Stock repurchases, Ownership Structure

JEL Classification : G39

Contact : Evelyne Poincelot, evelyne.poincelot@u-bourgogne.fr; Dominique Poincelot, dominique.poincelot@univ-fcomte.fr

Depuis près d'une décennie, nous assistons à une vague massive de programmes de rachats d'actions suite à l'assouplissement de la réglementation française autorisant les rachats de ses propres actions 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 4000 programmes. Chaque année, des sociétés comme Axa, BNP Paribas, Société Générale ont une politique de rachat très active en récidivant chaque mois d'avril depuis 1999. Mais ces opérations touchent également des sociétés plus modestes. Bien que les dirigeants des sociétés annoncent des rachats à hauteur du maximum autorisé (10%) faisant part souvent d'une abondante trésorerie pour faire face au financement du programme, les rachats réalisés sont généralement très inférieurs.

Notre analyse vise à expliquer, à partir des approches théoriques traditionnelles et sociologiques des motivations des rachats d'actions, la faiblesse du taux de rachat par ramassage en bourse. Quant à l'autre mode de rachat, les offres publiques de rachat d'actions, il est très peu utilisé. Mellouli (2007) a observé 47 OPRA entre 1996 et 2005 et leur nombre se réduit à moins d'une dizaine entre 2006 et aujourd'hui. Ainsi, à partir d'une analyse théorique, nous présentons les motivations « réelles » des dirigeants à s'engager ou non dans des rachats dès l'annonce de l'opération en intégrant les rachats réalisés, élément généralement ignoré dans la littérature académique.

Cette différence entre rachats annoncés et rachats réalisés constitue le « découplage »¹. Il peut être analysé dans une logique ex ante, en s'attachant aux facteurs qui amèneraient le dirigeant à annoncer des rachats sans réelle intention de s'engager ou dans une logique ex post, en considérant l'écart entre les rachats annoncés et les montants réellement engagés. Les dirigeants reviennent alors sur leurs intentions de rachat.

¹ Nous empruntons le terme de « découplage » à Westphal et Zajac (2001).

Dans une première partie, à partir de 292 programmes de rachats d'actions réalisés sur Euronext Paris lancés entre janvier 1999 et décembre 2006, nous constatons la faiblesse des rachats effectifs relativement à ceux annoncés et l'importance du découplage sur le marché français. Dans une seconde partie, nous montrons que la faiblesse des rachats effectifs tend à fragiliser la plupart des analyses théoriques « traditionnelles » des motivations des programmes de rachat. Nous présentons dans la partie suivante les contributions théoriques alternatives qui justifieraient le découplage volontaire des dirigeants : ils renonceraient intentionnellement dès l'annonce à engager des rachats d'actions massifs en dépit des montants annoncés. Enfin, ces approches alternatives sont testées empiriquement et nous présentons les résultats explicatifs du découplage volontaire.

1- Justification empirique d'un faible taux de rachat sur le marché français

Le taux de rachat mesure le rapport entre les rachats d'actions réalisés et ceux annoncés dans la limite légale de 10% du capital social. Or, la plupart des sociétés lancent des programmes de rachats consécutifs en renouvelant l'opération chaque année à la même date. Ce constat nous amène à faire deux remarques :

- relativement aux rachats annoncés (l'assemblée générale des actionnaires autorise à racheter le plus souvent jusqu'à la limite de 10%), les rachats réalisés peuvent être faibles lors d'un programme et importants lors du programme suivant. Une dispersion importante peut être observée d'une année sur l'autre ;

- le découplage dépend en pratique du pourcentage des actions initialement auto-détenues. Par exemple, la détention de 4% du capital limite les rachats potentiels à 6% sur la période de 18 mois. Dans les notices, les sociétés déclarent la part maximale susceptible d'être rachetée. « La société entend se réserver la faculté d'utiliser la totalité du programme

autorisé (soit 10% du capital). Toutefois compte tenu des n actions auto-détenues (soit x % du capital), le nombre d'actions susceptibles d'être rachetées ne pourra dépasser $(10-x)\%$ du capital ». Ainsi, nous définissons le taux de rachat comme le rapport entre le pourcentage d'actions rachetées et le pourcentage de rachats potentiels qui était annoncé. Chaque société « active » devrait connaître un taux de rachat plus fort au fur et à mesure de ses programmes, étant donnée la limite légale de 10%.

Par ailleurs, il nous a semblé opportun de lisser l'analyse en étudiant la politique de rachats à partir de trois programmes consécutifs. En pratique, le taux de rachat a été mesuré en moyenne sur 3 programmes consécutifs pour chaque société. Il est défini par le rapport entre les rachats réalisés en pourcentage du capital sur la différence (10% - taux d'auto-détention). Le capital auto-détenu est mesuré au lancement du programme. A noter que pour des raisons d'absence de liquidité du marché ou de faiblesse du flottant, certaines sociétés fixent à l'annonce du programme, une limite maximale inférieure à 10% du capital (5% ou 8%) et dans ce cas, le dénominateur est modifié (5 ou 8% - taux d'auto-détention). Les rachats réalisés sont mesurés soit en cumulant les rachats déclarés mois par mois à l'A.M.F. sinon, à partir de la notice du programme suivant et déclaré sous la rubrique « bilan des précédents programmes de rachat d'actions ». Ainsi, compte tenu de cette dernière remarque et afin de calculer le taux de rachat sur trois programmes, nous avons collecté les informations sur quatre programmes consécutifs.

Au final, sachant que les résultats des programmes sont présentés lors du programme suivant, nous sélectionnons l'échantillon parmi 73 sociétés proposant quatre programmes consécutifs entre janvier 1999 et décembre 2006 : 45 sont cotées sur la liste A, 18 cotées sur B et 10 sur C.

Nous avons collecté ainsi 292 opérations (73x4) pour lesquelles nous analysons les rachats réalisés au cours des 12 mois suivants l'annonce. Pour ces sociétés, les programmes sont lancés chaque année à la même date, en dépit d'une autorisation donnée au C.A de procéder à des rachats sur une période 18 mois à compter de l'A.G.

Le taux de rachat moyen calculé sur 12 mois est de 20%² sur l'ensemble des programmes. Toutefois, 20 sociétés recourent à des annulations de titres rachetés lors d'un ou plusieurs programmes de rachat. Pour ces sociétés qui ont annulé les titres, le taux de rachat moyen est de 29% comparativement à 15% pour les autres.

Tableau 1 : Nombre d'entreprises selon le taux de rachat moyen

Taux de rachat moyen (en %)	Nombre d'entreprises
Taux de rachat moyen entre 0% et 0,30%	6
Taux de rachat moyen entre 0,30% et 10%	30
Taux de rachat moyen compris entre 10% et 30%	18
Taux de rachat moyen compris entre 30% et 60%	14
Taux de rachat moyen supérieur à 60%	5

2. Le faible pouvoir explicatif du taux de rachat par les approches traditionnelles des motivations des programmes

La faiblesse du taux de rachat fragilise les approches traditionnelles consacrées aux motivations des programmes. En effet, selon ces approches, les motivations sont pertinentes dès lors que les rachats annoncés sont réellement engagés et réalisés.

2.1- Les rachats d'actions en présence de free cash flow et la relation avec le taux d'endettement

L'existence de conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants en présence d'une trésorerie abondante sans opportunité d'investissement rentable motiverait le recours aux programmes de rachats d'actions. Selon Jensen (1986), pour les entreprises à capital diffus et

² La médiane est de 10% et l'écart-type de 22%.

connaissant des excès de liquidités (free cash flow)³, les rachats d'actions suivis de leur annulation diminuent les ressources sous contrôle managérial. Les dirigeants seraient moins exposés au risque de surinvestissement c'est-à-dire moins tentés de lancer éventuellement un projet d'investissement à valeur actuelle nette négative. Ainsi, en restituant des liquidités aux actionnaires tout en réduisant le capital, les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires, ce qui expliquerait une réaction positive du marché à l'annonce du programme. Si des rachats d'actions ont pour objet de réduire le free cash flow, cela implique que l'annonce soit suivie de rachats effectifs. En outre, si nous tentons d'établir une relation entre les rachats d'actions et la politique d'endettement financier, les rachats seraient un moyen alternatif de limiter le free cash flow. En effet, selon Jensen (1986) l'endettement aurait une fonction de contrôle des actions managériales par les remboursements et le paiement des intérêts financiers à intervalle régulier que ce mode de financement implique. En outre, si les rachats d'actions ont effectivement lieu en réduisant les liquidités, la valeur de l'actif de l'entreprise est diminuée et le levier financier est modifié. Enfin, les rachats d'actions seraient un moyen de rendre le ratio d'endettement financier conforme aux attentes et d'atteindre le ratio cible. Ces explications sont pertinentes à condition que des rachats effectifs soient engagés massivement en lien avec ceux annoncés.

2.2- Les rachats d'actions utilisés comme signal

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. En annonçant des programmes de rachat, les dirigeants cherchent à réduire l'asymétrie informationnelle en signalant au marché la présence d'opportunités de croissance (Dann, 1981). "The announcement of common stock repurchase constitutes a revelation by management of new information about the firm's future prospects" (Dann, 1981, p. 117). Il poursuit en indiquant que la nature de

³ Les flux de liquidités en excès de ce qui est requis pour financer les projets à valeur actuelle nette positive.

cette nouvelle information n'est pas communiquée par l'annonce des rachats. Les nouvelles opportunités d'investissement favoriseraient une augmentation de la rentabilité d'exploitation ou un accroissement du risque d'exploitation qui entraînerait une diminution de la valeur de l'entreprise. Mais, selon l'auteur, si des investissements augmentent le risque d'exploitation, quelle raison amènerait le dirigeant à annoncer des rachats au lieu d'investir la trésorerie dans d'autres entreprises rentables ? Ainsi, le marché déduirait un signal de perspectives favorables.

La crédibilité du signal est réelle dès lors que le dirigeant utilise la trésorerie pour racheter effectivement les titres au lieu d'investir dans d'autres entreprises rentables. En admettant que le dirigeant pourrait tromper le marché lors d'un programme en ne rachetant pas les titres pour le montant annoncé (fort découplage), il est plus difficile de concevoir une tromperie systématique lors de programmes consécutifs ! La pratique d'un fort découplage systématique lors de programmes porterait atteinte à la crédibilité du signal et par conséquent limiterait les motivations de signalement.

En revanche, la crédibilité du signal pourrait être renforcée par l'importance du capital détenu par le dirigeant qu'il chercherait à conserver en ne souhaitant pas participer à titre personnel au programme : il n'envisage pas de se séparer de ses propres titres dans le cadre des rachats.

2.3 –Les rachats d'actions comme moyen de défense anti-OPA

Dans le contexte américain, Stulz (1988) explique que les rachats d'actions interviennent souvent après une tentative d'OPA. Après avoir démontré que l'augmentation de la part des droits de vote du dirigeant réduit la probabilité de succès d'une OPA, Stulz considère que le rachat d'actions peut diminuer le gain potentiel de l'acheteur d'une cible dans la mesure où il lui sera plus difficile d'obtenir son contrôle. Mais, comme le souligne Ginglinger (2002, p.

44), « l'activité de prises de contrôle, tout au moins sous sa forme hostile, est tributaire de la structure d'actionariat des firmes, ce qui explique sa plus grande fréquence aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'en Europe continentale ou en Asie. En France, les offres publiques sont majoritairement amicales ».

2.4 – Les rachats d'actions comme alternative à la distribution de dividendes

Dereeper et Romon (2006) ont étudié dans quelle mesure les rachats d'actions pouvaient être un moyen de substitution à la distribution de dividendes, en vue de restituer des liquidités aux actionnaires. Ils concluent cependant que la relation entre les rachats et les dividendes est inexistante. Il semble donc légitime de s'interroger sur la prise en compte par les dirigeants des rachats d'actions comme une alternative aux versements de dividendes. Qu'elle émane d'une pratique de professionnels ou qu'elle relève d'une analyse académique, cette relation nécessite d'engager réellement des rachats pour réduire les liquidités de la firme.

3. Les explications de la faiblesse du taux de rachat

Nous étudions les raisons qui inciteraient les dirigeants à réaliser un fort découplage. Nous supposons que les motivations décrites par les analyses traditionnelles ont évolué depuis l'annonce du programme. Ainsi, les dirigeants sont moins enclins à engager les rachats (moins de free cash flow...) ou ils renoncent à racheter les titres suite à des difficultés de trésorerie. Dans ce cas, comment expliquer le recours régulier aux programmes pour la plupart des sociétés ? Des contributions théoriques alternatives montrent qu'en dépit des montants annoncés, les dirigeants renonceraient intentionnellement dès l'annonce à engager massivement des rachats d'actions.

3.1- La manipulation du bénéfice par action

Les rachats d'actions influencent mécaniquement le bénéfice par action (B.P.A) 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 B.P.A si le ratio B.P.A / cours de l'action (inverse du P.E.R) est supérieur au coût du financement lié au rachat. 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). Hribar et al. (2006) testent l'hypothèse de l'alignement du B.P.A par les rachats d'actions sur les prévisions plus favorables des analystes financiers. Les rachats d'actions motivés par l'augmentation du B.P.A sont réalisés lorsque les entreprises enregistrent un bénéfice légèrement inférieur aux prévisions. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse d'une manipulation du rachat. Qu'il y ait ou non annulation, les rachats préalables des titres permettraient aux analystes d'en déduire une augmentation du B.P.A. Le découplage serait d'autant plus faible (donc avec des rachats réels plus importants) que l'entreprise visait la manipulation du B.P.A. Par exemple, le suivi plus intense des analystes financiers selon le compartiment boursier et l'importante baisse des cours avant le lancement du programme favoriseraient une telle logique de manipulation et un plus faible découplage. D'une certaine façon, en mobilisant la théorie des options, les rachats d'actions seraient assimilés à une option de modifier un B.P.A non conforme. Cette option serait exercée dès lors que le résultat serait inférieur aux prévisions. A contrario, en présence de résultats meilleurs, l'option est abandonnée ce qui justifierait un plus fort découplage entre l'autorisation et la réalisation du programme. Cette explication serait compatible avec le principe d'un « découplage » choisi.

Hypothèse 1.1 : Le taux de rachat est plus faible si le B.P.A relevant du consensus des analystes est inférieur comparativement au B.P.A recalculé en l'absence de programme.

Hypothèse 1.2 : Le taux de rachat est d'autant plus élevé que l'entreprise est suivie par de nombreux analystes financiers.

3.2 - La modification de la répartition des droits de vote

En considérant 363 programmes de rachat d'actions lancés en 1998 et 1999, Ginglinger et L'Her (2006) constatent que 40% des entreprises ont un actionnariat familial. Ce taux est remarquable si nous nous référons aux explications les plus souvent utilisées pour justifier les rachats d'actions réalisés. En effet, ces opérations renforceraient le contrôle des décisions managériales (les rachats limiteraient le surinvestissement) ou contribueraient à une réduction de l'asymétrie informationnelle dès lors qu'elles seraient menées par les entreprises à actionnariat diffus. Ces explications sont-elles pertinentes pour les sociétés familiales ? Selon Ginglinger et L'Her (2006), ces entreprises connaissent des réactions du marché plutôt négatives pouvant être expliquées par l'effet contre-productif des rachats d'actions qui augmenterait le pouvoir de contrôle des actionnaires majoritaires. En effet, toute action auto-détenue perd les droits de vote associés modifiant de façon permanente leur répartition en cas d'annulation. De fait, ils devraient participer aux rachats dans une moindre mesure. Ces opérations renforceraient également le pouvoir de contrôle des actionnaires familiaux en supprimant progressivement les droits de vote des actionnaires minoritaires si ces derniers participent effectivement aux programmes. Ainsi, la faible participation des actionnaires majoritaires qui chercheraient à renforcer leur droit de vote favoriserait le recours aux programmes plus fréquents mais limiterait l'ampleur des rachats dans les entreprises à structure d'actionnariat plus concentrée. Cette hypothèse d'un faible taux de rachat peut se justifier aussi par l'absence d'intérêt pour une firme contrôlée de resserrer la détention de son capital par les rachats d'actions. Cependant l'analyse n'expliquerait pas l'annonce de programmes annuels et consécutifs ! Il est donc envisageable d'avancer cette explication, fondée sur la volonté de modifier progressivement la structure des droits de vote en vue d'un franchissement de seuils ou de les conforter.

Hypothèse 2.1 : Le taux de rachat est d'autant plus faible que la structure d'actionnariat est concentrée.

Hypothèse 2.2 : Le taux de rachat est d'autant plus faible que l'entreprise modifie la répartition des droits de vote en cas de franchissement de seuil, de concentration de la structure des droits de vote des actionnaires connus ou du renforcement du principal actionnaire.

3.3- L'approche néo-institutionnelle

Pour DiMaggio et Powell (1983), les organisations sont soumises à différentes pressions qui les pousseraient à l'uniformisation. Ces pressions permettent de différencier :

- l'isomorphisme coercitif : la pression des autres organisations ou culturelle qui contraint à l'imitation ;

- l'isomorphisme mimétique : en réponse à l'incertitude, des solutions standards seraient favorablement accueillies, y compris en copiant ceux que la communauté perçoit comme ayant le plus de succès ;

- l'isomorphisme normatif : les entreprises sont soumises à des décisions semblables car imposées par une institution : normes antipollution, règles fiscales... ou résultant de « pressions » exercées par des groupes sociaux comme les syndicats, les associations...

Ainsi, pour ces auteurs, les dirigeants réaliseraient des actions « symboliques » conformes à certains groupes de pression en vue d'accroître la légitimité de leur entreprise.

Bien qu'il soit difficile de distinguer précisément la nature de ces pressions en retenant la typologie de Di Maggio et Powell (1983), nous supposons qu'un programme annoncé sans réelle intention de le réaliser serait « symbolique ». Or, selon l'analyse empirique de Westphal et Zajac (2004) menée dans un contexte américain, le marché ne sanctionnerait pas une telle décision. Si les annonces de rachats sont motivées par des raisons sociohistoriques c'est-à-dire

en vue de provoquer des réactions positives du marché, déjà produites pour des évènements similaires, les rachats ne seront pas engagés. L'objectif est de provoquer un accueil favorable du marché conforme aux rachats antérieurs. Plus cette réaction est conforme aux attentes des dirigeants, plus le découplage devient « institutionnalisé ». En résumé, les investisseurs considèrent que les rachats effectifs ne créent pas de la valeur et que l'annonce des rachats non suivie d'effets est légitime et relève d'une pratique courante et intégrée parce qu'elle est accompagnée de réactions positives.

Les résultats de Westphal et Zajac (2004) sont cohérents avec l'approche sociohistorique des réactions du marché suite à l'adoption de certaines décisions de gestion. En effet, l'accueil du marché au lancement d'un programme ne dépend pas du degré de réalisation des programmes antérieurs.

En France, Ginglinger et L'her ont montré que la réaction positive concerne surtout les entreprises à caractère non familial. Pour ce type d'entreprise, il serait intéressant d'étudier la réaction du marché lors des lancements des programmes puis de valider pour ces entreprises la présence d'un taux de rachat plus faible, l'annonce pouvant être motivée par la recherche d'une réaction positive. Pour affiner notre analyse, nous mesurons la réaction des cours à l'annonce des programmes de rachats par la méthodologie des études d'évènements. Nous déterminons les rentabilités anormales ajustées au risque 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 -120 à -10 jours ; ARM_t , la rentabilité anormale moyenne en période t ; $CAR_{(t1 ; t2)}$, la rentabilité anormale cumulée sur la période de $t1$ à $t2$; N , la taille de l'échantillon.

La date t_0 est la date d'attribution du visa⁴ par l'A.M.F. En observant la rentabilité anormale le jour J (en t_0) soit +0,08% (0,031% pour l'écart-type), l'échantillon peut être décomposé ainsi : 117 opérations connaissent une réaction positive ou neutre et 99 opérations subissent une réaction négative. Nous avons réalisé différentes mesures des cumuls selon les fenêtres (t_1 et t_2) allant de -10 jours à + 30 jours. La rentabilité anormale cumulée sur deux jours (t_0 et $t+1$) est en moyenne de - 0,19% (l'écart-type est de 0,05%). Les résultats de l'étude événementielle ne sont pas significatifs. Il s'agit donc d'une « non nouvelle » pour le marché financier.

Tableau 2 : Caractéristiques des réactions boursières pour les 20 entreprises ayant annulé des titres lors d'un ou plusieurs programmes

Nombre d'entreprises	Réaction négative	Réaction positive ou neutre
1 ^{er} programme	8	12
2 ^{ème} programme	8	12
3 ^{ème} programme	6	14
Total	22	38

Tableau 3 : Caractéristiques des réactions boursières pour l'ensemble de l'échantillon

Nombre d'entreprises	Réaction négative	Réaction positive ou neutre
1 ^{er} programme	33	39
2 ^{ème} programme	37	33
3 ^{ème} programme	29	45
Total	99	117

Hypothèse 3.1 : Le taux de rachat serait conditionné par les réactions du marché lors de l'annonce.

Nous affinons l'analyse en nous focalisant sur les rachats réalisés sur les 30 jours suivant l'annonce et l'effet richesse. L'ampleur des rachats d'actions réalisés sur les trente premiers jours favoriserait une amélioration significative des cours relativement à un

⁴ En pratique, la date d'attribution du visa A.M.F précède la publication du prospectus par la société. Un communiqué est enregistré par l'A.M.F et il est publié pour informer le marché ; en ce sens, nous retenons la date du visa. Les cours retenus sont les cours de clôture et la rentabilité est ajustée au versement de dividende si besoin.

indice boursier. Nous supposons que si l'entreprise recherche, en annonçant un programme, une amélioration des cours, elle serait incitée à racheter plus massivement dès l'annonce.

Hypothèse 3.2 : Le taux de rachat sur les 30 jours consécutifs à l'annonce du programme serait positivement lié à l'effet richesse.

Pour tester l'hypothèse, notre analyse de la réaction du marché est complétée par la mesure de la performance du titre relative au marché en appliquant la méthode Buy and Hold Return (BHR) ou méthode des rentabilités anormales composées. Les rentabilités des sociétés sont comparées à celles de l'indice de marché (CAC 40 et SBF 250) de manière à mesurer la richesse relative avant et après l'annonce du programme. L'analyse est détaillée en annexe.

La performance boursière lors du lancement des programmes est mesurée par la richesse relative à 1 mois autour de l'annonce en calculant la rentabilité moyenne R_T du titre et la richesse relative à l'indice (CAC 40 et SBF 250).

Pour les 206 programmes retenus, la rentabilité moyenne sur le mois suivant l'annonce est de + 1,6 % et la richesse relative est de 102,77 (la médiane est égale à 100,44) par rapport à l'indice CAC40 (102,44 par rapport au SBF 250). Lors de l'annonce, la richesse relative est de +0,4%. Ce résultat met en évidence un effet richesse relativement au marché pour un investisseur qui conserverait le titre lors du lancement du programme. L'investisseur qui aurait placé un capital dans les sociétés concernées détiendrait 1 mois après l'introduction 102,77 euro au lieu de 100 euro placés dans les valeurs de l'indice CAC40. Le mois avant l'annonce, nous constatons une perte de richesse relative de 0,97 par rapport au CAC 40 correspondant en moyenne à une sous-performance des sociétés avant le lancement par rapport au CAC 40.

A l'instar des introductions en bourse, la performance boursière suite au lancement pourrait-elle être liée à l'année du programme ? En période chaude, les lancements se généralisent et touchent un large panel de sociétés. A contrario, en période froide, les opérations sont moins nombreuses et le marché pourrait limiter ou accentuer l'effet richesse. En classant par année la richesse relative des sociétés concernées, nous observons que l'année 2002 a vu une très forte augmentation des programmes de rachats (+60%) et ils se sont généralisés jusqu'en 2005 et un accroissement de l'effet richesse à un mois entre 2002 et 2005 (101,9 en 2002, 102,9 en 2003 pour atteindre 105,8 en 2005).

En outre, la pression concurrentielle au sein d'un secteur d'activité expliquerait également des rachats d'actions symboliques (Massa et al. (2007)). En effet, la réaction du marché est positive pour l'entreprise qui signalerait au marché ses opportunités de croissance mais négative pour ses concurrentes qui renoncent à lancer un programme. Ainsi, quand une entreprise annonce un programme, ses concurrentes seront incitées à programmer des rachats. En l'absence d'annonce de programme, le marché en déduira que ses projets sont moins bons. Ce qui oblige les entreprises rivales à lancer ces opérations, non pour signaler leur valeur au marché mais pour éviter de subir des réactions négatives. Ainsi, les réactions du marché au sein d'un secteur d'activité incitent les entreprises concurrentes à imiter celles qui ont programmé un rachat et ce, d'autant plus que le secteur d'activité est concentré. A partir d'observations d'entreprises américaines collectées de 1984 à 2002 dans les secteurs concentrés, ils montrent que la rentabilité anormale cumulée sur trois jours (-1j à +1j) autour de l'annonce est significativement négative (-0,40%) pour les entreprises concurrentes ne lançant pas de programme et positive (+3%) pour les autres⁵. En revanche, ils n'observent pas de différence significative dans les secteurs non concentrés. Les entreprises appartenant à un

⁵ Dans une fenêtre d'un mois, la réaction négative est de l'ordre de -2,04% pour les entreprises rivales ne lançant pas de programme.

secteur moins concentré ont une rentabilité après l'annonce des rachats d'actions significativement supérieure. Ce résultat laisse supposer que des motifs réels ont justifié la décision de rachat.

Hypothèse 4 : Le taux de rachat est plus faible pour les entreprises appartenant à un secteur d'activité plutôt concentré

3.4- La régularisation des cours

Le découplage pourrait aussi s'expliquer par l'absence ou la perte d'opportunité des rachats, les dirigeants ayant atteint leur objectif rapidement notamment dans le cas de la régularisation des cours (1^{er} objectif annoncé dans les programmes de rachat). Ainsi, les rachats plus ou moins massifs et rapides pourraient impacter la volatilité des cours boursiers après l'annonce et réduirait l'intérêt d'engager d'autres rachats. Nous proposons de mesurer le changement de volatilité par la variance des rentabilités avant et après l'annonce en retenant le mois précédent et le mois suivant l'annonce. Sur la période d'annonce, la volatilité de l'indice boursier a pu également changer, nécessitant l'analyse de l'évolution du rapport des deux volatilités : la volatilité de l'action sur celle de l'indice.

Pour l'ensemble des opérations de rachats, la volatilité relative avant le lancement du programme est de 4,93. La volatilité relative après le lancement a baissé significativement pour représenter 0,83 % de la volatilité avant l'opération. La baisse de la volatilité du titre lors du lancement est-elle imputable à l'importance des rachats en cours ? Plus les rachats seront engagés rapidement et massivement, plus l'effet richesse sera positif et la volatilité des cours sera réduite confortant ainsi l'objectif de régularisation des cours.

Hypothèse 5 : L'ampleur des rachats engagés lors du mois suivant l'annonce (taux de rachat) réduit significativement la volatilité du titre sur cette période.

4. Présentation des études existantes et réalisation des tests

En France, trois études se focalisent sur les rachats réalisés après l'annonce. Martinez et Pariente (2001) étudient la réaction du marché français à l'annonce de 170 programmes entre juillet 1998 et décembre 1999 notamment en distinguant les entreprises qui annulent les titres en vue de signaler l'absence d'opportunités d'investissement. Ils corroborent l'hypothèse de fortes opportunités d'investissement pour les entreprises qui n'annulent pas les titres rachetés. Par ailleurs, l'étude de Dereeper et Romon (2006) s'attache aux rachats d'actions comme alternative au versement de dividendes afin de restituer des liquidités aux actionnaires. Les résultats de leur étude infirment cette hypothèse. Enfin, Mellouli (2007) teste si les rachats effectifs dépendent de l'importance du free cash flow, de l'endettement, de la taille de l'entreprise, de la volatilité des résultats ou de la politique de dividendes. L'auteur distingue les entreprises « inactives » et celles « actives » selon que les dirigeants rachètent ou non suite au programme lancé. Notons que l'auteur retient un programme par société parmi ceux lancés entre juillet 1998 et décembre 2002 et considère l'entreprise active indépendamment du montant racheté. De même, la variable dépendante est définie par le rapport entre le montant racheté lors du programme et la capitalisation boursière de la société sans tenir compte des rachats réalisés lors des programmes antérieurs.

Notre démarche est originale et diffère par plusieurs points : par l'introduction de nouvelles variables liées à la structure des droits de vote ou à la manipulation du B.P.A..., par la nature de l'échantillon reprenant les sociétés qui lancent quatre programmes consécutifs et la variable expliquée. En effet, nous prenons en compte l'importance du montant racheté relativement au rachat potentiel (donc en intégrant les rachats déjà réalisés) et lisons ce rapport sur plusieurs années.

Par ailleurs, les entreprises de notre échantillon lancent davantage de programmes que celles retenus dans les études de Dereeper et Romon (2006) ou Mellouli (2007). Ils

constatent qu'environ un programme sur deux est « actif » et plus d'une société sur deux utilise effectivement les programmes de rachat d'actions. Pour notre échantillon, 85% des programmes sont actifs et 93% des entreprises ont activé au moins un des programmes sur 4 ans.

En revanche, la technique statistique employée étant identique (régression logistique binaire dans l'étude de Mellouli (2007) et Dereeper et Romon (2006), multinomiale dans notre analyse), il est pertinent d'appliquer des mesures identiques concernant certaines variables explicatives ou de contrôle afin de confirmer ou non leurs commentaires (concernant la taille, le free cash flow, la structure d'actionariat ou l'endettement financier). Par exemple, Dereeper et Romon (2006) constatent que les firmes annulant des titres ont une structure d'actionariat plus dispersée que celles des autres groupes. Ils concluent que l'annulation d'actions constitue un moyen direct de revenir vers une structure d'actionariat plus concentrée. Nous introduisons également la variable taille. L'argument généralement avancé est que les entreprises plus petites seraient moins suivies par les analystes financiers et par l'asymétrie informationnelle induite elles feraient l'objet d'une évaluation par le marché erronée. Selon Mellouli (2007) dans la plupart des cas, les grandes entreprises optent pour les programmes de rachat afin de racheter effectivement une partie de leurs propres actions, alors que les petites les utilisent principalement pour envoyer un signal de sous-évaluation au marché. Mellouli confirme que l'importance de la taille de l'entreprise favorise la réalisation effective des programmes de rachats d'actions. Nous pouvons également supposer que plus l'entreprise est importante donc plus régulièrement suivie par les analystes financiers, plus le dirigeant sera motivé par la manipulation du B.P.A en rachetant massivement les actions. Enfin, nous proposons d'autres variables explicatives originales et spécifiques à nos hypothèses comme la concentration du secteur d'activité HERFINSECT, l'estimation du décalage entre le B.P.A ajusté des opérations affectant le capital et le B.P.A estimé par les analystes financiers

(justifiant de racheter des titres afin de le rendre conforme aux attentes) appelé DIFFBPA, le nombre d'analystes financiers évaluant l'entreprise (NBANALYSTES) et un indicateur concernant la réaction du marché REACTION (cf. tableau 4).

Tableau 4 : Définition des variables explicatives *

Variables explicatives	Mesure
Structure de propriété	CONCACTP - Concentration de l'actionnariat (indice Herfindahl égal à la somme des carrés des pourcentages de capital détenus par les actionnaires connus) - Moyenne de ces indicateurs sur 3 ans.
Structure des droits de vote	MOYRAP - Rapport actionnarial (moyenne sur 3 ans du rapport entre le pourcentage de droit de vote détenu par le premier actionnaire par la part de capital détenue par tous les autres actionnaires connus de la firme)**.
Evolution de la structure des droits de vote	EVOLRAP - Variable muette égale à 1 si le rapport entre le pourcentage de droit de vote détenu par le premier actionnaire par la part de capital détenue par tous les autres actionnaires connus de la firme a augmenté entre le 1 ^{er} et le dernier programme. FRANCH - Variable binaire prenant la valeur 1 si le seuil de 33% ou 50% a été franchi entre le 1 ^{er} et le 4 ^{ème} programme par le(s) actionnaire(s) connu(s) ⁶ EVOLPUBLIC - Variable binaire égale à 1 s'il y a plus de droit de vote pour les actions au porteur (public) entre le 1 ^{er} et le dernier programme donc moins de concentration entre les actionnaires connus
Variables mesurant l'incitation à manipuler le BPA	DIFFBPA - Différence moyenne entre BPA annuel réalisé et ajusté des modifications concernant la structure du capital et le BPA prévu par les analystes (moyenne sur l'année) NBANALYSTES - Nombre d'analystes évaluant l'entreprise
Variable muette représentant la réaction du marché	REACTION - Variable égale à 1 si la réaction est en moyenne positive, 0 si elle est neutre ou négative
Variable muette représentant l'indice de concentration du secteur	HERFINSECT - La concentration du secteur mesurée par l'indice Herfindhal est établie à partir du nombre d'entreprises cotées du même secteur d'activité que l'entreprise étudiée et retenue dans la base Reuters XTRA 3000
Taille	TAILLE - Moyenne du Logarithme du total des actifs

* L'absence d'informations historiques sur la base Reuters XTRA 3000 a conditionné la définition de certains indicateurs ;

** Cet indicateur est d'autant plus élevé que le premier actionnaire représente une part importante dans la structure d'actionnariat des actionnaires connus – c'est un indicateur de la concentration de l'actionnariat pour les actionnaires connus ;

*** Selon Mellouli (2007), la taille est estimée par log (capitalisation boursière) - information historique indisponible sur la base Reuters XTRA 3000.

Les variables de contrôle sont définies selon les travaux théoriques justifiant les annonces de programme ou issues d'études empiriques faisant le rapprochement entre les

⁶ Cette mesure n'a finalement pas été retenue en observant la structure des droits de vote, les seuils étant trop rarement franchis.

rachats annoncés et les rachats effectifs (Mellouli (2007) ou Dereeper et Remon (2006)) mais non liées à nos hypothèses de recherche. Les rachats effectifs en vue de réduire le free cash flow seraient d'autant plus importants que la variable (FCFMOY) est relativement élevée. Les mesures de l'endettement ont été introduites comme variable de contrôle en tenant compte des arguments avancés dans la littérature existante. L'endettement (TD et LTD) serait considéré comme un mécanisme alternatif aux rachats d'actions dans l'objectif de restreindre le free cash flow. Une autre explication en lien avec l'endettement tiendrait à la recherche du ratio-cible. Les entreprises qui seraient en deçà du ratio-cible ont intérêt à accroître l'importance relative de leur endettement en limitant les fonds propres par des rachats (Byoun (2008)). Enfin, pour les raisons déjà exposées, nous retenons le taux de distribution des dividendes (TAUXDISTRIB).

Ces mesures ont été réalisées à partir des informations issues de la base de données Reuters 3000 XTRA ou disponibles sur le site internet de l'A.M.F, souvent extraites manuellement.

Tableau 5 : Définition des variables de contrôle

Endettement	TD : Moyenne du rapport entre l'endettement total et l'actif total sur les trois programmes LTD : Moyenne du rapport entre l'endettement total et l'actif total sur les trois programmes
Free cash flow	FCFMOY: Différence entre le BAII et les dépenses d'investissement rapportées à l'actif total sur les trois programmes
Annulation des titres	ANNULATION : Variable muette égale à 1 si l'entreprise a annulé les titres sur au moins un des programmes
Taux de distribution de dividendes	TAUXDISTRIB : Dividendes / résultat net

Afin de tester nos hypothèses, nous effectuons des régressions logistiques multinomiales en décomposant l'échantillon en 5 groupes selon l'importance du taux de rachat sur les 3 programmes de façon à obtenir des groupes plus homogènes.

Tableau 6 : Echantillon global réparti selon les 5 groupes de taux de rachat

Classe	Taux de rachat	Taille de l'échantillon dans chaque classe
Classe 1	< 1%	9
Classe 2	> 1% et < 7%	17
Classe 3	> 7% et < 15%	18
Classe 4	> 15% et < 35%	19
Classe 5	> 35%	10
	Total de l'échantillon	73

Nous décomposons ensuite l'échantillon en deux groupes selon que l'entreprise a annulé des titres lors d'un ou plusieurs programmes. Compte tenu de la taille plus petite de l'échantillon par classe, nous avons réduit la décomposition à 4 classes de façon à avoir un minimum de 5 entreprises par classe.

Tableau 7 : Echantillon des entreprises ayant annulé des titres lors d'un ou plusieurs programmes

Classe	Taux de rachat	Taille de l'échantillon
Classe 1	< 7%	5
Classe 2	> 7% et < 20%	5
Classe 3	> 20% et < 50%	5
Classe 4	> 50%	5
	Total de l'échantillon	20

Tableau 8 : Echantillon des entreprises n'ayant pas annulé des titres sur au moins un des programmes

Classe	Taux de rachat	Taille de l'échantillon
Classe 1	< 3%	14
Classe 2	> 3% et < 8%	14
Classe 3	> 8% et < 23%	11
Classe 4	> 23%	14
	Total de l'échantillon	53

Afin de tester nos hypothèses, nous effectuons trois régressions logistiques multinomiales sur l'ensemble de l'échantillon puis sur les deux sous-échantillons présentés dans les tableaux 6,7 et 8. L'étude de la matrice de corrélation nous amène à ne pas retenir dans une même régression des variables corrélées significativement au seuil de 5%.

Tableau 9: Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
EVOLRAP	71	0	1	0,46	0,502
EVOLPUBLIC	71	0	1	0,44	0,499
DIFFBPA	62	-7,54	2,81	-1,7106	2,2648
NBANALYSTES	62	1	27	12,36	8,620
REACTION	73	-0,09	0,04	0,0008	0,01771
HERFINSECT	61	0,10	1,00	0,4879	0,26263
TAILLE	59	6,84	11,01	9,2460	0,97654
FCFMOY	59	-0,48	0,09	-0,0131	0,09732
TD	61	0,18	0,79	0,5640	0,1466
LTD	61	0,00	0,47	0,1561	0,12298
ANNULATION	72	0	1	0,28	0,451
CONCACTP	72	0	1	0,22	0,194
MOYRAP	66	0,44	47,21	6,12	8,6060
TAUXDISTRIB	59	0,10	0,70	0,35	0,1926

Notre présentation est limitée aux résultats concernant les régressions significatives, notamment les classes où figure au moins une variable explicative significative.

Tableau 10 : Résultats des régressions logistiques multinomiales sur l'échantillon d'entreprises n'ayant pas annulé de titres sur l'un des programmes – la modalité de référence est la classe 4

	(1)		(2)		(3)	
	Coefficient	Signif.	Coefficient	Signif.	Coefficient	Signif.
Classe 1						
TAUXDISTRIB	11,100	0,03	10,544	0,02	11,537	0,03
DIFFBPA	0,725	0,06	0,670	0,05	0,904	0,02
CONCACTP	13,187	0,08	8,012	0,13	13,408	0,05
HERFINSECT	2,726	0,43			2,774	0,38
FCFMOY	-4,407	0,79				
Constante	-6,693	0,03	-4,585	0,03	-6,584	0,02
Classe 3						
TAUXDISTRIB	Pas de variables explicatives sur les autres classes		8,432	0,04		
DIFFBPA			0,027	0,092		
CONCACTP			-3,523	0,52		
Constante			-2,338	0,17		
Chi-deux	24,827		19,459		22,069	
Significativité	0,050		0,022		0,037	
R ² Nagelkerke	0,614		0,465		0,544	

Tableau 11 : Résultats des régressions logistiques multinomiales sur l'échantillon complet – la modalité de référence est la classe 5

	(1)		(2)	
	Coefficient	Signif.	Coefficient	Signif.
Classe 1				
REACTION	158,628	0,07	73,970	0,41
NBANALYSTES	-0,095	0,51		
ANNULATION	-23,737	0,05		
HERFINSECT	9,596	0,21	11,491	0,08
TD	-8,927	0,19	-11,460	0,18

CONCACTP	14,308	0,24	-5,538	0,74
DIFFBPA	1,348	0,10	3,986	0,04
EVOLRAP	-11,918	0,01	-11,806	0,04
TAUXDISTRIB			18,051	0,11
Constante	9,064	0,08	4,796	0,53
Classe 2				
REACTION	208,900	0,02	96,840	0,22
NBANALYSTES	-0,160	0,23		
ANNULATION	-4,715	0,05		
HERFINSECT	10,453	0,15	10,243	0,08
TD	-8,942	0,19	-11,437	0,18
CONCACTP	20,135	0,08	20,474	0,04
DIFFBPA	-0,085	0,83	0,674	0,19
EVOLRAP	-8,020	0,04	-8,313	0,02
TAUXDISTRIB			6,426	0,49
Constante	6,210	0,18	3,651	0,60
Classe 3				
REACTION	164,343	0,05	Pas de variables explicatives significatives pour les classes 3 et 4	
NBANALYSTES	-0,020	0,87		
ANNULATION	-4,329	0,07		
HERFINSECT	7,871	0,27		
TD	-1,845	0,79		
CONCACTP	13,786	0,22		
DIFFBPA	0,350	0,41		
EVOLRAP	-7,482	0,06		
TAUXDISTRIB				
Constante	-6,196	0,17		
Pas de variables explicatives significatives pour la classe 4				
Chi-deux	66,820		73,970	
Significativité	0,000		0,000	
R ² Nagelkerke	0,792		0,873	

Certaines variables sont significatives sur certaines classes seulement relativement à la classe de référence présentant le taux de rachat le plus élevé. Certaines variables significatives sont différentes selon la nature de l'échantillon : total ou réduit aux entreprises ayant ou non annulé des titres. Nous n'avons pas constaté de variables significatives pour les sociétés annulant les titres lors d'un ou plusieurs programmes. Pour les entreprises n'ayant pas annulé de titres, les variables TAUXDISTRIB, DIFFBPA et CONCACTP sont positives et significatives. Toute hausse de 1 point du taux de distribution de dividendes se traduirait par une plus forte probabilité que l'entreprise présente un faible taux de rachat. Pour les entreprises de la classe 1 ou 3 selon les régressions, la distribution de dividendes apparaît

comme un moyen de substitution aux rachats d'actions dans l'objectif de restituer des liquidités. Le même raisonnement s'applique aux deux autres variables (DIFFBPA et CONCACTP). Ainsi, plus l'écart entre le BPA ajusté et le BPA estimé est positif, plus il est probable que l'entreprise présente un faible taux de rachat. Ce résultat corrobore l'hypothèse 1.1. Enfin, les entreprises dont l'actionnariat est concentré ont une probabilité plus élevée d'être celles qui rachètent le moins corroborant également l'hypothèse 2.1. Pour l'échantillon complet, les variables ANNULATION, REACTION, EVOLRAP, DIFFBPA, CONCACTP sont significatives. Le coefficient négatif de la variable annulation indique que les entreprises qui annulent les titres rachetés sont probablement celles qui rachètent massivement. Le coefficient positif de la réaction boursière indique que les entreprises qui bénéficient d'une réaction positive risquent de peu racheter. Ceci corrobore l'hypothèse 3.1 et la recherche d'une réaction positive au moment de l'annonce. Enfin, la variable EVOLRAP négative indique qu'une augmentation d'un point dans l'évolution de la concentration des droits de vote diminue la probabilité que cette entreprise rachète moins. Ce résultat serait davantage conforme à une modification mécanique (le fait de racheter des titres entraîne une concentration des droits de vote) et non à la volonté délibérée d'accroître la concentration des droits de votes en évitant, pour les actionnaires majoritaires, de participer aux rachats de titres.

Pour les hypothèses 3.2 et 5 faisant intervenir le taux de rachat effectif sur les 30 premiers jours suivant l'annonce, nous avons effectué deux régressions logistiques avec les variables RICHREL30J puis VARAPSURVARAV comme variables dépendantes. Ces variables prennent la valeur de 1 respectivement si la richesse relative à 30 jours relativement à l'indice boursier et si la variance des rentabilités du titre sur 30 jours après l'annonce relativement à celle avant l'annonce (toujours relativement à l'indice boursier) sont supérieures à 1 (0 dans le cas contraire). Les variables explicatives ou de contrôle du tableau

suivant, non corrélées au seuil de 5%, ont été introduites dans chaque régression. Les rachats effectifs sur 30 jours ont été extraits manuellement à partir de la base AMF.

Tableau 12 : Définition des variables explicatives et de contrôle et statistiques descriptives

		Taille de l'échantillon	Moyenne	Ecart-type
Variable explicative RACHAT30J	Rachat effectif sur 30 jours / rachat effectif sur 12 mois (information disponible sur le site de l'AMF)	216	0,09	0,221
Variable de contrôle RACHATPROG PRECE	Taux de rachat du programme précédent	145	1,07	1,41
TAILLE	Log (total de l'actif)	168	9,25	0,98

Seule une régression dont les résultats sont reproduits dans le tableau suivant est significative.

Tableau 13 : Résultats de la régression logistique sur l'échantillon complet avec la richesse relative à 30 jours (RICHREL30J) comme variable dépendante

	Coefficient	Signif.
RACHAT30J	4,533	0,03
RACHATPROG PRECE	-3,214	0,88
TAILLE	0,305	0,14
Constante	-2,692	0,16
Chi-deux	10,578	
Significativité	0,014	
R ² Nagelkerke	0,119	
Taille de l'échantillon	216	

Nous constatons une relation significative et positive entre les rachats à 30 jours et la variable concernant la richesse relative à 30 jours. Plus précisément, une augmentation de 1% du taux de rachat sur 30 jours a pour effet d'augmenter de 4,533 le log (richesse relative supérieur à 1) et par conséquent la surperformance par 93,3 ($e^{4,533}$). Ainsi, une augmentation du taux de rachat sur les trente premiers jours augmente significativement la probabilité

d'avoir une richesse relative à 30 jours supérieure à 1 et une surperformance relative à l'indice boursier.

Conclusion

Les approches traditionnelles des motivations des rachats d'actions (hypothèse de signalement ou de free cash flow) contribuent à expliquer les réactions boursières à l'annonce de ces opérations sans toutefois expliquer les faibles taux de rachat lors de programmes consécutifs.

Contrastant avec la littérature traditionnelle, nous mobilisons d'autres analyses théoriques, comme par exemple l'approche néo-institutionnelle ou la prise en compte d'une volonté de modifier la répartition des droits de vote. Pourtant très différentes, ces analyses suggèrent que le dirigeant n'avait pas l'intention de procéder à des rachats de titres à hauteur de ceux annoncés. Nous avons exploré de nombreuses hypothèses pouvant justifier une intention délibérée de ne pas racheter des titres. Certains résultats corroborant nos hypothèses ont été obtenus par une régression logistique multinomiale ayant l'avantage de scinder l'échantillon en plusieurs classes selon le taux de rachat effectif. Généralement, parmi les entreprises qui rachètent le moins, les hypothèses concernant le BPA, la réaction boursière ou la structure d'actionnariat sont corroborées. Par ailleurs, les sociétés qui rachètent plus faiblement ont une politique de dividendes plus favorable. Le découplage pourrait s'expliquer aussi par le fait que les dirigeants ayant atteint leur objectif, les rachats ne seraient plus opportuns, par exemple dans le cas de la régularisation des cours. Nous avons vérifié si les rachats réalisés dans les trente jours suivant l'annonce ont suffi à réduire la volatilité des cours. Cette hypothèse a été infirmée. En revanche, nous constatons que les entreprises qui rachètent plus massivement dès l'annonce ont tendance à surperformer relativement à un indice boursier.

Enfin, le découplage peut être expliqué aussi par l'annonce, de façon systématique et mécanique, d'un montant de rachats à hauteur du maximum autorisé sans justification particulière, comme la syntaxe assez stéréotypée des programmes de rachat annoncés nous autorise à le supposer mais également parce que le coût d'un programme de rachats et de son inexécution est très faible.

De même, les rachats d'actions effectifs peuvent résulter d'une décision de gestion dite technique. Les raisons techniques obligent les dirigeants à recourir à un programme et à le réaliser partiellement. Ces programmes sont « mécaniques » et permettent par exemple, l'annulation de l'effet de dilution induit d'une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un P.E.E en rachetant les titres préalablement puis en les annulant (effet de relation) ou d'une attribution gratuite d'actions. Elles visent également l'épuration des pertes par une augmentation de capital suivie d'une réduction du capital (« coup d'accordéon »), l'amélioration de la performance par la mise en place d'un plan de stock-options, l'apport d'actions existantes aux détenteurs d'obligations O.C.E.A.N.E (obligations à option de conversion ou d'échange d'actions nouvelles ou existantes) ou enfin le débouclage des participations croisées⁷. Au final, même si les raisons techniques et la syntaxe stéréotypée des programmes de rachat expliqueraient le découplage, certains résultats de notre analyse empirique tendent à montrer la crédibilité d'autres approches reposant sur un découplage strictement intentionnel.

Bibliographie

Byoun S., « How and when do firms adjust their capital structures towards targets ? »,

Journal of finance, vol.63, n°6, décembre 2008, p. 3069 -3096.

⁷ Lorsqu'une participation croisée est dénouée, l'entreprise se retrouve avec des liquidités supplémentaires en lieu et place des titres auparavant détenus. Or, ces titres représentaient une part de l'entreprise partenaire avec un taux de rentabilité à la hauteur des exigences des actionnaires de cette société. Lors du dénouement de la participation croisée, ces ressources deviennent des liquidités non utilisées. Une réduction de capital permet alors de maintenir les niveaux de rentabilité de la société antérieurs au dénouement des participations.

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

Dereeper S. et F. Romon, « Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol 9, n°5, mars 2006, p. 157-186.

Di Maggio P.J, Powell W., «The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields», *American Sociological Review*, vol.48, n°2, 1983, p.147-160.

Ginglinger E., «L'actionnaire comme contrôleur», *Revue française de gestion*, vol.5, n°141, 2002, p. 37-55.

Ginglinger E., L'Her J.L., «Ownership Structure and Open Market Stock Repurchase in France», *European Journal of Finance*, vol.12, n°1, janvier 2006, p. 77-94.

Hribar P., Thorne Jenkins N., Bruce Johnson W., «Stock Repurchases as Earnings Management Device», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 41, n°1-2, avril 2006, p. 3-27.

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

Martinez I., Parienté S., « Les rachats d'actions propres depuis 1998 : une étude empirique sur le marché français », *Banques et Marchés*, n°53, juillet 2001, p. 10-21.

Massa M., Rehman Z., Vermaelen T., «Mimicking Repurchase», *Journal of Financial Economics*, vol. 84, n°3, juin 2007, p. 624-666.

Mellouli Y., «Les programmes de rachat d'actions et les caractéristiques financières des entreprises : le cas français », colloque AFFI, 2007.

Ritter, J., «The long-run performance of initial public offerings», *Journal of Finance*, vol. 46, n°1, mars 1991, p. 3-46.

Stulz R., «Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 25-54.

Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., Finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 2002.

Westphal J.D, Zajac E.J, «Decoupling Policy from practice: The Case of Stock Repurchase Programs», *Administrative Science Quarterly*, vol. 46, n°2, juin 2001, p. 202-228.

Westphal J.D, Zajac E.J, «The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions», *American Sociological Review*, vol. 69, n°3, juin 2004, p. 433-457.

Annexe : la performance boursière avant et après l'annonce des rachats et l'incidence des montants rachetés.

Pour mesurer la performance boursière avant et après l'annonce des rachats, nous avons retenu la mesure de la richesse relative (notée RR_i) développée par Ritter (1991). Elle est définie par le rapport entre la richesse finale provenant d'un investissement dans les sociétés qui annoncent un programme de rachat et la richesse finale obtenue par un montant identique investi dans un portefeuille répliquant un indice. Plus précisément, elle est mesurée par le rapport entre les rentabilités de détention de chaque titre i et les rentabilités de l'indice de référence m (CAC 40 et SBF 250) mesurées sur 30 jours. Pour chaque titre i , elle est définie par :

$$RR_i = \frac{1 + R_i}{1 + R_m}$$

avec :

- R_i , le taux de rentabilité pour une période de détention de 30 jours du titre i . Il est calculé à partir des taux de rentabilité quotidiens capitalisés sur la période.

- R_m , le taux de rentabilité sur 30 jours de détention de l'indice de référence. Il est calculé pour chaque société introduite, à partir des taux de rentabilité quotidiens capitalisés sur la période (à partir des séries de cours de clôture de l'indice).

Pour l'ensemble de l'échantillon, la richesse relative RR est la moyenne non pondérée des richesses individuelles. Elle est définie par l'équation suivante :

$$RR = \frac{1}{n} \sum_1^n RR_i$$

La richesse relative est également calculée pour l'ensemble de l'échantillon en pondérant la rentabilité de chaque titre par la capitalisation de la société calculée au moment de l'annonce. Les résultats obtenus étant très proches, ils ne seront pas présentés.