

## LES RACHATS D' ACTIONS EN FRANCE: RÉSULTATS D'UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE

**Monique Calvi-Reveyron**

Mestre de Conferência e Professora Doutora da Université de Savoie

Recebido em: 01/10/2007

Aprovado em: 19/11/2007

**Philippe Protin**

Mestre de Conferência e Professor Doutor do I.A.E. Grenoble - Université Pierre-Mendes France

### RÉSUMÉ

Plusieurs théories permettent de justifier l'intérêt des programmes de rachats de leurs propres actions par les entreprises cotées. Parmi les plus citées, les hypothèses de substitution indiquent que dans certaines situations, les entreprises sont amenées à privilégier une distribution sous forme de rachats d'actions plutôt que sous forme de dividende. Ainsi, compte tenu de certaines dispositions fiscales, les entreprises préféreront les rachats si leur actionnariat est majoritairement composé de sociétés. De même, la sous-évaluation devrait encourager le recours aux rachats car il s'agit d'un moyen efficace de signaler au marché la vraie valeur de l'entreprise. Enfin, dans un contexte d'agence, les rachats sont préférés au dividende s'ils sont destinés à l'octroi de plans d'options à destination des dirigeants, ce qui permet de renforcer la convergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. A l'aide d'un questionnaire adressé aux dirigeants de plus de 600 sociétés françaises cotées, cet article s'intéresse à la perception des décideurs sur les raisons qui les conduisent à verser un dividende et/ou à procéder au rachat de leurs propres actions. Les résultats montrent tout d'abord que dividende et rachat d'actions sont davantage complémentaires que concurrents, les sociétés pratiquant les deux modes de distribution affichent un taux de distribution sous forme de dividende et un nombre d'opérations de rachat significativement supérieur. Par ailleurs, le dividende apparaît comme la forme de distribution la mieux adaptée pour gérer le free cash flow. Au contraire, les hypothèses de signalisation et de fiscalité ne sont pas validées.

### ABSTRACT

Several theories justify the interest of the programmes of repurchases of their own actions by the companies. Among the most quoted, the assumptions of substitution indicate that in certain situations, the companies rather privilege a distribution by repurchases of actions than by dividend. Thus, taking into account certain tax provisions, the companies will prefer the repurchases if their shareholding is mainly composed of companies. In the same way, the undervaluation should encourage the recourse to the repurchases because it's an effective mean of announcing to the market the true value of the company. Lastly, in a context of agency, the repurchases are preferred with the dividend if they are intended for the granting of plans of options bound for managers, which makes it possible to reinforce the convergence of interests between shareholders and managers. Using a questionnaire addressed to the managers of more than 600 French companies, this article is interested in perception of the managers on the reasons which lead them to pay dividend and/or to proceed to the repurchase of their own actions. The results show first of all that dividend and repurchase of actions are more complementary than competitor, the companies practicing the two modes of distribution present a rate of distribution in the form of dividend and a number of operations of repurchase significantly higher. In addition, the dividend appears as the form of distribution best adapted to manage the free cash-flow. On the contrary, the assumptions of signalisation and taxation are not validated.

#### Endereços dos autores:

**Monique Calvi-Reveyron**

Université de Savoie / BP 1104 / 27, rue Marcoz / 73011 Chambéry Cedex / França - e-mail: monique.calvi@univ-savoie.fr

**Philippe Protin**

Université Pierre-Mendes-France / BP 47 / 38040, Grenoble Cedex 9 / França - e-mail: philippe.protin@iae-grenoble.fr

## INTRODUCTION

Les programmes de rachats d'actions propres ont connu un vif succès en France depuis l'assouplissement de la législation, introduit par la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998. Depuis cette réforme, les annonces de rachats et les visas attribués aux cette programmes ont été très nombreux même si ceux-ci diminuent depuis 2001 pour atteindre le nombre de 257 opérations visées en 2005<sup>1</sup>.

Si la loi française, en application du règlement européen de 2003, limite le recours aux programmes de rachat d'actions à quatre objectifs clairement identifiés<sup>2</sup> (réduction du capital, couverture de plans de stock-options ou de titres échangeables en actions, constitution d'une monnaie d'échange pour une future opération de croissance externe et contrats de liquidité), les motivations réelles des dirigeants des sociétés concernées demeurent floues. Plusieurs théories permettent de justifier l'intérêt des programmes de rachat pour les entreprises cotées. Dans leur synthèse de la littérature, Calvi-Reveyron et Protin (2003) montrent qu'aucune des hypothèses habituellement avancées (signalisation, préférence fiscale, agence, création de valeur et stratégie anti-OPA) ne peut être clairement rejetée. Ils concluent néanmoins que, dans le cadre des trois hypothèses de substitution (signalisation, préférence fiscale et agence), certaines situations semblent privilégier les rachats d'actions au détriment des dividendes ou inversement. Premièrement, compte tenu de certaines dispositions fiscales, les entreprises peuvent être amenées à préférer les rachats d'actions si leur actionariat est majoritairement composé d'actionnaires individuels lourdement taxés. Au contraire, les actionnaires soumis à l'impôt sur les sociétés ont une préférence pour les dividendes. Deuxièmement, la sous-évaluation boursière devrait encourager le recours aux rachats d'actions si l'actionariat est

majoritairement constitué d'actionnaires informés car il s'agit d'un moyen efficace de signaler au marché sa vraie valeur. Enfin, dans un contexte d'agence, les rachats d'actions seront préférés aux dividendes s'ils sont destinés, pour tout ou partie, à l'octroi de plans d'options d'achats à destination des dirigeants. En effet, dans ce cas, l'augmentation de la participation des dirigeants dans le capital de la firme renforce la convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires.

Au lieu de vérifier ces hypothèses à partir de données purement quantitatives, cet article se propose de recueillir l'avis des dirigeants, puisque ce sont eux qui sont au cœur du processus de décision en matière de distribution. Le recueil de données par questionnaire est pertinent dans ce cas puisqu'il permet d'utiliser directement une information privée obtenue des décideurs eux-mêmes et donc de tester des hypothèses liées à la perception des dirigeants telles que la préférence fiscale, l'asymétrie d'information ou la sous-évaluation. Un questionnaire composé de questions simples visant à mesurer les déterminants de la politique de distribution a été adressé aux responsables financiers de près de 600 entreprises françaises cotées au cours de l'année 2003. Au final l'échantillon comporte 68 questionnaires exploitables. 60 % des entreprises ont distribué un dividende au titre de l'année 2002 et 56 % ont procédé à au moins un rachat de leurs propres actions au cours des trois années précédant l'enquête. A noter également que 38 % des entreprises ont eu recours aux deux modes de distribution. L'un des principaux résultats de cette étude, est que dividendes et programmes de rachats apparaissent davantage complémentaires que concurrents. Les différentes analyses effectuées montrent que seule la théorie de l'agence semble déterminer le choix du mode de distribution: les sociétés qui ne distribuent que des dividendes présentent significativement plus de free cash-flow que celles qui distribuent rien ou seulement sous forme de rachats d'actions. Si le versement de dividendes est guidé par la présence de free cash-flow, aucune théorie ne permet d'expliquer le recours exclusif aux rachats d'actions ou le recours simultané aux deux modes de distribution.

Cet article est structuré de la façon suivante. La première section fait une rapide présentation des théories, permettant d'expliquer le recours aux

<sup>1</sup> Rapport annuel AMF 2006. La loi 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, entrée en application par l'arrêté du 30 décembre 2005, a supprimé le visa de la note d'information sur les programmes de rachat d'actions. De ce fait, l'AMF ne produit plus de statistiques relatives à ces opérations.

<sup>2</sup> Ce règlement met fin à la possibilité d'utiliser les programmes de rachat d'actions dans l'objectif d'intervenir directement sur les marchés à des fins de régulation de cours.

rachats d'actions ainsi que les hypothèses qui en découlent. Les données et la méthodologie utilisée sont présentées dans une seconde section. Enfin, les résultats sont exposés dans la troisième section.

## 1. LES THÉORIES EXPLICATIVES DES RACHATS D' ACTIONS ET LES HYPOTHÈSES ÉMISES:

Les courants théoriques rencontrés pour justifier le recours aux rachats d'actions sont ceux de la signalisation, de la défense anti-OPA, de la fiscalité et celui lié à la problématique de l'agence.

### 1.1. La théorie du signal

L'annonce du rachat de ses propres titres par une entreprise, comme la distribution de dividendes, est souvent interprétée comme un moyen pour les dirigeants de véhiculer une information privilégiée. La sous-évaluation est la première motivation citée par les entreprises ayant procédé à un rachat d'actions dans l'étude de Tsetsekos et al. (1988). Si les dirigeants ont une meilleure connaissance des perspectives de l'entreprise, ceux-ci devraient immédiatement procéder à l'annonce d'un rachat dès lors qu'ils estiment que l'entreprise est sous-évaluée. Ceci conduit à l'hypothèse suivante:

*H1: la présence d'une forte asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires conduit à une politique de distribution généreuse.*

L'intérêt des programmes de rachat par rapport aux offres publiques réside, pour l'essentiel, dans la flexibilité offerte par l'opération. En effet, dans un programme de rachat, l'entreprise n'est pas engagée à racheter ses titres (STEPHENS et WEISBACH, 1998 ; IKENBERRY et al., 2000). La flexibilité des programmes de rachat est également mise en avant dans les études de Jagannathan et al. (2000), Guay et Harford (2000), Brav et al. (2005) sur le choix entre dividendes et programmes de rachat. En conséquence:

*H2: une sous-évaluation devrait avoir un impact positif sur le recours aux rachats d'actions.*

De nombreuses études s'efforcent également de comparer le pouvoir de signalisation des rachats d'actions et des dividendes. Ainsi, Brennan et Thakor (1990) montrent que les actionnaires non informés

préfèrent les dividendes car les rachats d'actions entraînent un transfert de richesse vers les actionnaires informés. Un programme de rachat sera donc choisi si l'actionnariat est essentiellement composé d'actionnaires informés. L'ampleur du programme permet de révéler une information privilégiée aux actionnaires non informés et de leur faire économiser des coûts d'information importants. Ceci est confirmé par l'étude menée par De Jong et al. (2003) sur 191 entreprises canadiennes. McNally (1999), s'inspirant du modèle de Leland et Pyle (1977), montre que si les dirigeants ne participent pas au programme ils augmentent leur risque. La non participation des dirigeants à l'opération constitue donc un gage de crédibilité du signal envoyé et seules les entreprises réellement sous-évaluées s'engageront dans un tel programme.

Effectivement, Comment et Jarrell (1991) et Chan et al. (2004) observent que la réaction du marché est d'autant plus forte que l'implication des dirigeants pour l'opération est importante. Globalement, la réaction du marché est également liée à la prime offerte, à la performance récente de l'entreprise (sous-évaluation) et à l'ampleur du programme (VERMAELEN, 1981 et 1984 ; IKENBERRY et al. 1995 ; STEPHENS et WEISBACH 1998 ; CHAN et al 2004 ; PEYER et VERMAELEN, 2005 ; GINGLINGER et L'HER, 2000 et 2006). D'où:

*H3: les dirigeants devraient participer de façon significative à l'achat d'actions lors de telles opérations.*

*H4: la forte représentation dans le capital d'une entreprise de petits actionnaires devrait influencer négativement le recours aux rachats d'actions et positivement le versement de dividendes.*

### 1.2. La théorie de l'agence

Dans son célèbre article de 1986, Jensen voit dans les rachats d'actions, tout comme dans la distribution de dividendes, une façon de réduire les coûts d'agence liés à la présence dans l'entreprise de fonds excédentaires. En effet, le financement de rachats d'actions par recours à la dette contraint les dirigeants à une discipline de gestion en raison de l'obligation de payer des annuités d'emprunt qui ponctionnent la trésorerie. En conséquence, on s'attend à:

*H5: une relation positive entre existence de free cash-flow ou risque de surinvestissement et politique de distribution, sous forme de dividendes ou de rachats d'actions.*

Le rachat d'actions présente aussi l'avantage, par rapport à l'augmentation des dividendes, de ne pas être perçu par les investisseurs comme une hausse permanente des revenus distribués. Généralement le marché réagit significativement et de façon positive aux annonces de distribution non récurrente (rachat d'actions ou dividendes exceptionnels) et ceci d'autant plus que l'entreprise présente un niveau de free cash-flow élevé ou un risque de surinvestissement important (LIE, 2000 ; FENN et LIANG, 2001 ; GRULLON et MICHAELY, 2004 ; GUFFEY et SCHNEIDER, 2004). Martinez et Pariente (2000) montrent également, dans le cas français, que lorsque la firme présente de fortes opportunités de croissance, les rachats d'actions ne s'accompagnent pas d'annulation de titres (qui représente une création non durable de valeur).

Indépendamment de la thèse du «free cash-flow», la théorie de l'agence est née de la séparation entre la propriété et le pouvoir c'est-à-dire de l'existence de firmes dans lesquelles les dirigeants ne sont pas actionnaires. Jensen et Meckling (1976) ont démontré que les coûts d'agence sont d'autant plus élevés que le pourcentage de capital possédé par les dirigeants est faible. Pour Easterbrook (1984), le fait de recueillir des capitaux sur le marché financier crée une discipline de comportement chez le dirigeant en raison de l'activité de surveillance engendrée par les investisseurs. Il est donc nécessaire d'intensifier l'accès au marché financier en limitant l'autofinancement pour réguler les conflits entre dirigeants et actionnaires externes. Le seul moyen d'y parvenir est la distribution de dividendes élevés et réguliers.

*H6: on s'attend alors à une relation négative entre niveau de dividendes et pourcentage de capital possédé par les dirigeants (capital interne).*

Selon Jolls (1998), l'octroi d'options d'achat d'actions aux dirigeants doit avoir pour effet d'encourager les rachats plutôt que les dividendes car ils ne diluent pas la valeur de l'action de la firme. La sortie de revenus s'accompagne d'une réduction propor-

tionnelle du nombre d'actions détenues par les actionnaires. Par conséquent, les options d'achat qui donnent le droit d'acheter des actions à un prix prédéterminé valent plus après un rachat d'actions qu'après la distribution de dividendes. Son étude empirique valide cette hypothèse puisque le niveau de stock options des dirigeants est deux fois plus élevé dans les firmes qui rachètent des actions que dans celles qui distribuent des dividendes. Les résultats de Fenn et Liang (2001) sont similaires alors que Dittmar (2000) obtient des résultats plus mitigés.

*H7: le nombre d'options d'achats d'actions a un impact positif sur le recours aux rachats d'actions.*

Par ailleurs, si les rachats d'actions s'accompagnent d'attributions d'actions aux dirigeants, ils renforcent l'actionnariat managérial et par ce biais améliorent la convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Selon Calvi-Reveyron et Protin (2003):

*H8: les rachats d'actions suivis d'octrois d'actions ou de stock-options aux dirigeants sont plus nombreux dans les firmes où le pourcentage de capital possédé par les dirigeants est faible.*

Ginglinger et Lher (2006) mettent en évidence eux les risques de conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires dans les sociétés françaises caractérisées par un capital fermé. Même si dans leur étude, l'annonce de rachats d'actions constitue une bonne nouvelle (+0,57 % sur 2 jours pour les annonces de rachat entre juillet 1998 et juillet 1999), la réaction du marché dépend fortement de la structure du capital: elle est d'autant meilleure que le rachat peut conduire à une plus forte concentration du capital qui servira les actionnaires externes (la présence d'investisseurs institutionnels étrangers et/ou d'un second grand actionnaire est un signe de protection des actionnaires minoritaires et d'un équilibre des pouvoirs). En revanche dans les sociétés contrôlées par une famille, la réaction du marché est moins favorable en raison de la divergence entre droits de vote et droits aux revenus mais aussi de l'absence d'un second actionnaire influent.

### 1.3. L'hypothèse fiscale

Elle repose sur l'existence d'un différentiel de taux d'imposition entre dividendes et rachat d'actions ainsi que sur des différences d'imposition entre personnes physiques et/ou morales. Ces différences génèrent une préférence pour l'un ou l'autre mode de distribution de revenus (Bierman et West, 1966 ; Elton et Gruber, 1968). En France, pour les personnes soumises à l'impôt sur le revenu, les actions cédées dans le cadre d'un programme de rachat sont soumises au régime fiscal des revenus mobiliers<sup>3</sup> à concurrence de la différence entre le prix d'offre et le prix de revient des actions si le montant annuel des cessions réalisées excède 7 625 euros. Les dividendes sont eux intégrés au revenu global de la personne physique et soumis au taux marginal d'imposition. La préférence fiscale entre dividende et rachat des personnes physiques va dépendre de leur taux d'imposition marginal sur le revenu. On montre aisément que l'impôt sur dividendes excède l'impôt sur plus-value si le taux marginal d'imposition est supérieur à 51,33 %. Compte tenu des modifications de barème et d'avoir fiscal<sup>4</sup> intervenues dans les lois de finance ces dernières années, la dernière tranche se trouve imposée à 40 % pour les revenus 2006 donc inférieur au seuil de 51,33 %. Ce qui signifie que, pour des rachats d'un montant supérieur à 7 500 euros, aucune catégorie de personnes physiques ne peut désormais préférer la réalisation de rachats d'actions aux distributions de dividendes, toutes choses égales par ailleurs.

Pour les actionnaires soumis à l'impôt sur les sociétés, les gains réalisés à l'occasion de rachats d'actions, sont soumis au régime des plus values professionnelles (taux de droit commun pour les plus-values à court terme, 19 % pour les plus-values à long terme). Le régime d'imposition des dividendes, dépend de l'option ou non pour le régime des sociétés mères. Si

la société opte pour ce régime, les dividendes sont exonérés d'imposition. A défaut, les dividendes bénéficient d'un avoir fiscal, d'ailleurs réduit régulièrement ces dernières années (15 % en 2002). Même si pour ces sociétés, la différence d'impôt entre dividende et plus-value professionnelle s'est réduite au fil du temps, le dividende demeurerait alors moins imposé que les rachats d'actions. Du fait de la réduction de l'avoir fiscal, accentuée en 2002, l'avantage fiscal du dividende disparaît comparativement aux plus-values à long terme. Il faut toutefois relativiser cette constatation, car désormais les dividendes bénéficient d'une réfaction de 40 %. Aussi, depuis 2007, les plus-values à long terme sur titres de participation sont exonérées. Par conséquent, les sociétés optant pour le régime des sociétés mères ou pour lesquelles les plus-values sont à court terme et imposées, vont préférer les dividendes. Si les entreprises françaises intègrent dans leur politique financière la situation fiscale de leurs actionnaires, le choix entre le versement de dividendes et le rachat d'actions, devrait donc dépendre de la composition de leur actionariat (importance des personnes physiques / sociétés) et se trouver affecté par les récentes mesures fiscales. Dans le contexte de l'année 2002, nous émettons les hypothèses suivantes:

*H9a: les actionnaires individuels situés en dessous de la tranche la plus élevée ont une préférence pour les dividendes alors que les actionnaires individuels situés dans la tranche la plus élevée ont une préférence pour les rachats d'actions,*

*H9b: les sociétés ou investisseurs institutionnels ont une préférence pour les dividendes.*

De manière générale, dans les pays anglo-saxons, l'hypothèse fiscale est validée (LIE et LIE, 1999 ; GRULLON et MICHAELY, 2002). Toutefois, malgré une fiscalité de moins en moins favorable aux rachats d'actions, en particulier aux Etats-Unis, le nombre d'annonces de rachats ne cesse d'augmenter. C'est pourquoi l'hypothèse fiscale n'est pas suffisante pour justifier de telles opérations. L'enquête de Brav et al. (2005) auprès de 384 directeurs financiers montre que, ces derniers considèrent l'impôt comme secondaire dans la décision de distribuer des dividendes ou de choisir entre distribution de dividendes et rachats d'actions.

<sup>3</sup> Taux de 26 % en 2002 et 27 % en 2006 avec les contributions sociales.

<sup>4</sup> Un abattement de 3 050 • pour les couples et 1 525 • pour les personnes seules est pratiqué sur la part taxable des dividendes (soit sur 60 % des dividendes perçus en raison d'une réfaction de 40 %) et ensuite un crédit d'impôt de 50 % du montant du dividende perçu est pratiqué mais plafonné à 230 • pour les couples et à 115 • pour les personnes seules. Un couple percevant 10 000 • de dividendes et situé dans la tranche maximum paiera  $(10\ 000 - 4\ 000 - 3\ 050) * 40\ % - 230 = 950$  (soit 9,5 % + 11 % de contributions sociales = 20,5 %)

#### 1.4. La stratégie anti-OPA

Le rachat par une société de ses propres actions, peut être vu comme un moyen d'écartier d'éventuelles tentatives de prises de contrôle inamicales. La justification du rachat d'actions donnée par Jensen (1986) et fondée sur la présence de free cash-flow implique que les rachats d'actions ont beaucoup plus de chances d'être réalisés qu'est élevée la probabilité d'être la cible d'une OPA, cette opération financière rendant la cible moins attractive.

Stulz (1988) essaie d'expliquer pourquoi 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 et accroît la prime proposée à cette occasion, Stulz insiste sur le fait 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 le contrôle de celle-ci. Kale et al. (1989) évoquent le système d'attribution d'options de vente d'actions en tant qu'outil de gestion de l'hétérogénéité fiscale des actionnaires mais aussi en tant qu'arme anti-OPA.

En effet, les actionnaires faiblement taxés préféreront la rémunération en dividendes par rapport aux plus-values en capital, et profiteront de l'offre de rachat d'actions en vendant leurs options de vente à des actionnaires plus imposés qu'eux. La composition du capital après un rachat d'actions change et comporte une plus grande proportion d'actionnaires faiblement taxés, ce qui peut inciter les dirigeants à accroître le coût d'une prise de contrôle. Aussi, Bagwell (1991) montre que le coût d'acquisition d'une firme est plus élevé, si cette dernière distribue aux actionnaires des fonds sous forme de rachats d'actions plutôt que par le biais de dividendes. Opérer un rachat d'actions en vue d'attribuer des actions aux salariés, peut être aussi envisagé comme une arme anti-OPA. En effet, le renforcement de l'actionariat salarié, crée un noyau dur d'actionnaires plutôt favorables à l'équipe dirigeante en place, en cas de tentative de prise de contrôle. Toutefois, l'objectif d'attribution d'actions ou d'options d'achat d'actions étant très souvent cité dans les demandes d'autorisation de rachats auprès de l'AMF, il semble difficile d'amalgamer objectif de renforcement de l'actionariat salarié et menace d'OPA.

*H10: Le recours aux rachats devrait être plus important dans les sociétés qui ont fait l'objet de tentatives d'OPA.*

Dittmar (2000) montre qu'au milieu des années 80, les entreprises ayant fait l'objet d'une tentative d'OPA ou d'une rumeur de tentative d'OPA sont significativement plus nombreuses parmi les firmes qui pratiquent des rachats que parmi celles qui n'en font pas. Au niveau français, Ginglinger et L'Her (2000 et 2006) montrent que la réaction significative du marché à l'annonce d'un programme de rachat d'actions est liée à des variables financières et notamment au risque de prise de contrôle hostile. De même, Dereeper et Romon (2006) montrent que les entreprises qui ont racheté et annulé des actions présentent une structure d'actionariat plus dispersée que les autres sociétés, l'annulation d'actions constituant un moyen de concentrer le capital afin de réduire les risques de reprise hostile.

## 2. DONNÉES ET MÉTHODOLOGIE

Afin de confronter les différentes théories explicatives des rachats d'action et, plus généralement, de la politique de distribution, l'avis des dirigeants, seuls véritables acteurs dans le processus décisionnel, est fondamental. Le recueil des données par questionnaire est particulièrement pertinent dans ce cas puisqu'il permet d'utiliser directement une information privée obtenue des décideurs eux-mêmes. Par ailleurs, l'utilisation d'informations publiques plus objectives ne permet pas de vérifier certaines hypothèses liées à la perception des dirigeants, notamment en matière de préférence fiscale ou comportementale, d'asymétrie d'information ou de sous-évaluation. Bien qu'assez peu fréquente en finance, cette méthodologie a déjà été utilisée pour étudier les déterminants de phénomènes financiers tels que la politique de distribution (DE JONG et al., 2003 ; BRAV et al., 2005), la théorie du financement hiérarchique (ANG et JUNG, 1993) ou l'endettement (DE JONG et VAN DIJK, 2000).

Le questionnaire est composé de questions simples, destinées à mesurer les déterminants potentiels des choix en matière de politique de distribution. Certains déterminants font l'objet d'une ou deux questions, afin de limiter le risque de biais dans les

réponses. Les questions posées sont liées aux caractéristiques de l'entreprise telles que l'existence de plans d'options, l'asymétrie d'information, la sous-évaluation, etc. Toutes sont mesurées selon une échelle de 1 à 5 afin d'appréhender le degré d'accord ou de désaccord (ou toute autre échelle alternative). Le questionnaire a été adressé aux responsables financiers de près de 600 sociétés cotées sur le marché français au cours de l'année 2003 (à l'exception des secteurs de l'assurance, de la banque et de l'immobilier). Malgré plusieurs relances, seuls 68 questionnaires sont exploitables (11,1 %) ce qui limite naturellement les analyses quantitatives et la portée des résultats obtenus. Globalement, l'échantillon final (tableau 1) est très concentré dans les secteurs des biens de consommation, des biens et services industriels et des logiciels et services informatiques. En termes de taille, l'échantillon est très hétérogène (le

total de l'actif variant en moyenne de 38,36 à 8 425 millions d'euros).

Parmi les 68 sociétés de l'échantillon, 26 ont pratiqué les deux modes de distribution, 15 seulement des dividendes, 12 seulement des rachats d'actions et 15 n'ont rien distribué au titre de l'exercice 2002. Le tableau 2 montre que dividendes et rachats d'actions sont davantage complémentaires que concurrents. En effet, le taux de distribution moyen est significativement supérieur pour les sociétés ayant pratiqué les deux modes de distribution. De même, le nombre de rachats d'actions est plus important, bien que non significativement, dans ces dernières que dans les sociétés qui n'ont réalisé que des rachats d'actions. Cette constatation corrobore l'idée de Grullon et Michaely (2004) et Dereeper et Romon (2006) selon laquelle ce sont les mêmes facteurs qui déclenchent rachats d'actions et distribution de dividendes.

**Tableau 1 :** Caractéristiques de l'échantillon

Secteurs d'activité	Effectif	Total Actifs*		Chiffre d'affaires*	
		Moyenne	Ecart-type	Moyenne	Ecart-type
Agroalimentaire	3	492,47	443,34	839,44	722,98
Bâtiment et Matériaux construction	4	6 705,37	13 289,111	3 714,83	7 263,46
Biens de consommation	14	2 411,26	5 333,268	2 496,96	5 334,08
Biens et services industriels	18	2 115,49	7 088,53	1 132,13	2 545,44
Holding	1	2 931,00		2 763,30	
Logiciels et Services informatiques	10	104,45	132,41	146,69	211,57
Matériaux de base	3	2 631,92	3 607,21	2 280,79	3 070,98
Médias	3	38,36	28,77	51,52	33,19
Santé	5	91,45	93,26	85,67	158,38
Services aux collectivités	1	8 425,00		12 612,00	
Télécommunication	2	244,23	200,18	23 631,84	32 524,31
Voyages et Loisirs	4	3 787,90	6 357,04	3 622,23	5987,49
Echantillon total	68	1 981,29	5 593,91	2 340,81	6 692,96

\* Données au dernier exercice clos au 31/12/02, en millions d'euros (Source : Thomson Financial)

**Tableau 2 :** Politique de distribution de l'échantillon

	Effectif	Taux de distribution		Nombre de rachats d'actions	
		Moyenne	Ecart-type	Moyenne	Ecart-type
Echantillon complet	68	19,55 %	19,99 %	1,20	1,24
Dividende seul	15	22,74 %	8,65 %		
Rachat seul	12			1,83	0,94
Dividende et rachat	26	37,24 %	16,76 %	2,31	0,73

La taille réduite de l'échantillon ne permet pas d'analyser de façon globale le processus décisionnel des dirigeants, en particulier le caractère séquentiel du choix de distribution et du mode de distribution. Néanmoins, afin d'identifier les éléments déterminants des modes de distribution, deux types d'analyses sont proposées : d'une part des tests non paramétriques de différence de rang de Mann-Whitney afin de mettre en évidence des différences significatives entre les différents groupes, d'autre part une analyse logistique multinomiale<sup>5</sup> afin de vérifier quelles hypothèses permettent de justifier les choix des dirigeants en matière de distribution.

### 3. RÉSULTATS

Pour des raisons de lisibilité, les principaux tableaux de résultats sont présentés dans l'annexe. Le tableau A1 présente les résultats des analyses univariées. Les statistiques descriptives (moyennes et écarts-types) des réponses aux différentes questions figurent dans la première partie, les tests de comparaison de moyennes dans la seconde. Le tableau A2 regroupe les paramètres de la régression logistique multivariée réalisée à partir d'une variable catégorielle représentant les quatre différents sous-échantillons (dividende exclusif, rachat exclusif, dividende et rachat et absence de distribution). Comme dans la première partie, les résultats des différentes analyses sont présentés hypothèse par hypothèse. Une synthèse générale des déterminants de la politique de distribution figure en conclusion générale.

#### 3.1. Hypothèse de signalisation

Globalement, les dirigeants interrogés sont plutôt d'accord avec l'hypothèse d'une sous-évaluation de leur entreprise et d'une asymétrie d'information entre actionnaires – dirigeants et actionnaires externes. Toutefois, seule la sous-évaluation semble affecter les dirigeants en matière de choix de distribution. En effet, plus la sous-évaluation est perçue forte, plus les dirigeants interrogés versent des dividendes mais cela n'est pas vrai pour les rachats d'action. En effet, la régression logistique montre une relation positive et significative entre versement d'un dividende exclusif et sous-évaluation mais aucune relation significative dans le cas des rachats d'actions. Afin de vérifier si le degré de sous-évaluation affecte le recours au rachat, comme suggéré dans l'hypothèse H2, l'échantillon des entreprises qui ont procédé à des rachats est scindé en deux groupes selon la médiane de la variable « Sous-évaluation » (question 1). Comme le montre le tableau 3, lorsque les entreprises rachètent leurs actions, la sous-évaluation n'est pas un facteur discriminant puisque ni le nombre ni le taux de réalisation des rachats ne sont statistiquement différents. Ces résultats ne sont donc pas conformes à l'hypothèse H2.

L'asymétrie informationnelle est mesurée par l'existence d'un sentiment d'information supérieure des actionnaires dirigeants par rapport aux actionnaires externes quant aux activités de l'entreprise. Nous comparons le niveau de dividende (mesuré par le taux de distribution) et l'importance des

**Tableau 3 :** Rachat et sous-évaluation

Test de différence des rangs de Mann-Whitney. Les variables sont le nombre de rachats d'action annoncés et le taux de réalisation des rachats. Groupe 1 : pas de sous-évaluation ; Groupe 2 : sous-évaluation. La sous-évaluation est mesurée relativement à la médiane de la variable correspondante (Question 1). \*, \*\* et \*\*\* indiquent un seuil de confiance de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	Moyenne		Somme des rangs		Effectif		Z ajusté (sign.)
	Gr. 1	Gr. 2	Gr. 1	Gr. 2	Gr. 1	Gr. 2	
Nombre de rachats	1,08	1,04	233	469	12	25	0,27 (0,86)
Taux de réalisation	2,16	2,20	224	478	12	25	-0,12 (0,91)

<sup>5</sup> Le modèle de régression logistique permet d'estimer la force de l'association entre une variable qualitative appelée variable dépendante et des variables qui peuvent être qualitatives ou quantitatives appelées variables indépendantes. La variable dépendante peut être binomiale (dichotomique) ou multinomiale (plus de deux catégories).

rachats d'actions (en nombre et en pourcentage du nombre de titres visé par l'AMF) en fonction du niveau d'asymétrie d'information. L'échantillon est divisé en deux groupes selon la médiane de la variable Asymétrie d'information (question 2). Comme le montre le tableau 4, les entreprises ayant un fort niveau d'asymétrie informationnelle (groupe 2) présentent un taux de distribution en dividende supérieur à celui observé pour les entreprises ayant un faible niveau d'asymétrie (groupe 1). Cette différence n'est toutefois pas significative aux seuils conventionnels. En revanche, le taux de croissance du dividende y est significativement jugé plus fort par les dirigeants. Ces deux résultats sont donc conformes avec l'hypothèse H1. En revanche, en ce qui concerne les rachats d'actions, même si l'on observe un nombre plus important d'opérations et un taux de réalisation plus important, les différences ne sont pas significatives.

De même, 66 % des sociétés ayant pratiqué des rachats avouent une participation très faible de leurs actionnaires – dirigeants lors de telles opérations, ce qui ne confirme pas l'hypothèse H3. Enfin, il ne semble pas y avoir d'effet de clientèle contrairement à ce qu'avance l'hypothèse H4. En effet, les dirigeants interrogés considèrent que les petits actionnaires (particuliers, entreprises ou institutionnels) sont très faiblement représentés et il n'existe pas de différence significative entre les différents groupes à l'exception notable des entreprises qui ont pratiqué les deux modes de distribution pour lesquelles cet effet de clientèle serait plus important.

### 3.2. Hypothèse d'agence

Les sociétés qui ne pratiquent que des rachats d'actions, ne présentent pas un niveau de free cash-flow significativement différent de celui des entreprises qui ne distribuent rien. En revanche, les sociétés qui distribuent seulement des dividendes ont significativement plus de free cash-flow que celles qui ne pratiquent aucune distribution ou seulement des rachats d'actions. En effet, les dirigeants interrogés estiment que les ressources d'autofinancement disponibles sont nettement suffisantes pour financer tous les projets d'investissement rentables. Ce résultat est conforme à l'hypothèse H5. Toutefois, le dividende apparaît comme la forme de distribution qui répond le mieux à la gestion du free cash-flow. Ceci est surprenant car, compte tenu du caractère non récurrent des rachats d'actions, on pouvait s'attendre à une préférence de la part des dirigeants pour cette forme de distribution. Cependant, la préférence pour les dividendes peut s'expliquer par un free cash-flow permanent. A noter que l'étude ne porte que sur l'année 2002 et ne permet donc pas de prendre en compte l'évolution de ces variables dans le temps.

Selon les résultats de la régression logistique, le surinvestissement n'apparaît pas comme une variable discriminante dans la politique de distribution des entreprises interrogées, quelle que soit sa forme (rachats ou dividendes) contrairement à l'hypothèse H5. De même, la part des dirigeants dans le capital (capital interne) n'influence pas la politique de distri-

**Tableau 4 :** Asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires

Test de différence des rangs de Mann-Whitney. Les variables sont le taux de distribution, le nombre de rachats d'action annoncés, le taux de réalisation des rachats et la croissance du dividende. Groupe 1 : faible niveau d'asymétrie ; Groupe 2 : fort niveau d'asymétrie. Le niveau d'asymétrie est mesuré relativement à la médiane de la variable correspondante (Question 2). \*, \*\* et \*\*\* indiquent un seuil de confiance de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	Moyenne		Somme des rangs		Effectif		Z ajusté (sign.)
	Gr. 1	Gr. 2	Gr. 1	Gr. 2	Gr. 1	Gr. 2	
Taux de distribution	27,25	35,55	247	494	15	23	-1,35 (0,18)
Croissance du dividende	4,06	2,68	439	421	16	25	2,88*** (0,00)
Nombre de rachats	2,11	2,19	323	417	17	21	-0,25 (0,81)
Taux de réalisation	1,00	1,09	315	425	17	21	-0,74 (0,64)

bution des entreprises interrogées. En particulier, le niveau de dividende n'est pas significativement<sup>6</sup> plus important lorsque le niveau de capital interne est faible comme le suppose l'hypothèse H6.

Le nombre de plans d'options attribués aux dirigeants en pourcentage du nombre d'actions est très faible dans les entreprises interrogées (seules trois sociétés ont répondu avoir une politique de plans d'options généreuse). De ce fait, nous n'observons aucune relation significative entre l'importance des plans d'options et la politique de rachats d'une part (H7) ou le niveau de capital interne d'autre part (H8).

### 3.3. Hypothèse fiscale

Toutes les entreprises interrogées, et en particulier celles qui ont pratiqué une politique de distribution, que ce soit sous forme de dividendes et/ou de rachats d'actions, sont plutôt d'accord avec l'idée d'une préférence fiscale des actionnaires individuels pour les dividendes. Comme le montre l'analyse logistique multinomiale (tableau A2), il s'agit d'un facteur discriminant dans le choix du versement d'un dividende par les dirigeants. Au contraire, les entreprises qui ont pratiqué une politique de distribution ne sont pas d'accord avec une demande de régularité des rachats d'actions par les actionnaires individuels. Ceci est particulièrement vrai pour les entreprises, qui n'ont procédé qu'à des versements de dividendes. De façon surprenante, les dirigeants des entreprises qui ont racheté leurs actions désapprouvent l'hypothèse de préférence fiscale pour les rachats. Au vu de ces deux résultats et compte tenu de l'hypothèse H9a, il semblerait que les actionnaires individuels des sociétés de notre échantillon soient plutôt situés dans des tranches d'imposition inférieures à 52,75%<sup>7</sup>. Concernant les actionnaires sociétés ou institutionnels, les sociétés interrogées ne semblent pas avoir

<sup>6</sup> Pour tester cette hypothèse, l'échantillon a été divisé en deux groupes selon le niveau de capital interne mesuré par la médiane de la variable (question 6). Le taux de distribution et le taux de croissance du dividende des deux groupes ne sont pas significativement différents. Pour des raisons de lisibilité, ces résultats ne sont pas présentés.

<sup>7</sup> Taux valable pour l'année 2002.

d'opinion sur une quelconque préférence fiscale pour les dividendes par rapport aux rachats d'actions (H9b).

### 3.4. Hypothèse de stratégie anti-OPA

Seule une entreprise de notre échantillon avoue avoir fait l'objet d'une tentative d'OPA au cours des trois dernières années. Il n'est donc pas possible de vérifier empiriquement la validité de l'hypothèse H10. A noter néanmoins que cette société a réalisé trois programmes de rachats pendant la même période.

## CONCLUSION

Cet article, a pour objet de mettre en évidence, les motivations des rachats de leurs propres actions, par les sociétés françaises et leur rôle dans la politique de distribution par rapport aux dividendes. A cette fin, la méthodologie retenue consiste à interroger directement les dirigeants quant aux facteurs susceptibles de les influencer dans leurs choix en matière de distribution. Cette méthodologie paraît plus appropriée que l'utilisation d'informations publiques plus objectives car elle permet de vérifier directement certaines hypothèses liées à la perception des dirigeants notamment en matière de préférence fiscale, d'asymétrie d'information ou de sous-évaluation. Un questionnaire relatif au dernier exercice clos au 31 décembre 2002 a été administré auprès de plus de 600 sociétés cotées sur la place de Paris. Malgré un taux de retour faible de 11,1 % (68 questionnaires exploitables), un certain nombre de constats ressortent de cette étude.

Premièrement, il apparaît que politique de dividendes et politique de rachats d'actions sont davantage complémentaires que concurrentes. En effet, le taux moyen de distribution sous forme de dividendes est significativement supérieur pour les sociétés qui pratiquent les deux modes de distribution (rachats d'action et dividendes). De la même manière, le nombre d'opérations de rachat d'actions est plus élevé dans ces dernières que dans celles qui ne pratiquent que des rachats d'actions.

Deuxièmement, et conformément à ce premier constat, deux des trois hypothèses de substitution (signalisation et fiscalité) ne sont pas validées. En

effet, bien qu'il existe une relation positive, entre la sous-évaluation et la politique de distribution, le recours aux rachats d'actions, au contraire des dividendes, ne dépend pas du niveau de sous-évaluation. De même, malgré une relation positive entre degré d'asymétrie informationnelle et politique de distribution, cette variable n'influence pas le choix du mode de distribution (dividende et rachat). Enfin, les entreprises qui n'ont versé que des dividendes sont les seules à considérer que les actionnaires individuels ont une préférence fiscale pour les dividendes par rapport aux rachats d'actions. La préférence fiscale apparaît donc comme un des facteurs discriminants du choix du mode de distribution. Néanmoins, toutes les entreprises qui ont procédé à une forme de distribution désapprouvent la préférence fiscale des actionnaires individuels pour les rachats d'action. Les dirigeants des entreprises qui n'ont rien distribué sont sans opinion sur la question.

Troisièmement, le dividende apparaît donc comme la forme de distribution privilégiée dans la gestion du free cash-flow, ce qui valide une des hypothèses d'agence émises. Les résultats montrent que le free cash-flow est une variable discriminante dans le choix entre dividende et rachat d'actions. En effet, les sociétés qui ne distribuent que des dividendes ont significativement plus de free cash-flow que celles qui ne pratiquent aucune distribution ou seulement des rachats d'actions. Ce résultat peut être expliqué par un free cash-flow permanent dans ces sociétés car l'existence d'un free cash-flow temporaire pourrait être réduite de la même façon par un programme de rachats d'actions. Une étude menée sur plusieurs années permettrait de vérifier cette intuition.

Si cette étude montre que le dividende semble être le moyen privilégié pour gérer le free cash-flow, elle ne permet d'expliquer ni le recours simul-

**Tableau A1 – 1 :** Statistiques descriptives des réponses

Ce tableau présente les statistiques descriptives pour les 68 questionnaires exploitables. Le numéro des questions renvoie à l'annexe B présentant le questionnaire. Les réponses aux questions sont mesurées sur une échelle allant de 1 (tout à fait d'accord) à 5 (pas du tout d'accord). Les questions 25 à 27 mesurent la représentativité de certains groupes d'actionnaires dans le capital de l'entreprise. Pour ces questions, l'échelle va de 1 (très fortement) à 5 (très faiblement). Les colonnes numérotées (1) à (6) présentent la moyenne (écart-type) des différentes variables pour différents sous-échantillons : Echantillon complet (1) – Entreprises ayant procédé à une distribution quelle qu'en soit la forme (2) – Entreprise n'ayant pas pratiqué de distribution (3) – Entreprise ayant procédé exclusivement au versement d'un dividende (4) – Entreprise ayant procédé exclusivement au rachat d'actions (5) – Entreprises ayant procédé aux deux modes de distribution (6).

Déterminant	Question(s)	(1) Echantillon n complet	(2) Distribution	(3) Pas de distribution	(4) Dividende (pas de rachat)	(5) Rachat (pas de dividende)	(6) Rachat et Dividende
Sous-évaluation	1	2,20 (1,12)	2,09 (1,14)	2,60 (0,98)	1,53 (0,83)	2,25 (1,21)	2,36 (1,18)
Asymétrie d'information	2	1,72 (0,87)	1,75 (0,89)	1,60 (0,82)	1,93 (1,16)	1,41 (0,51)	1,80 (0,84)
Free cash flow	3	2,58 (1,28)	2,37 (1,24)	3,33 (1,17)	1,80 (0,77)	3,41 (1,44)	2,23 (1,10)
	4	3,19 (1,29)	3,22 (1,31)	3,06 (1,28)	2,93 (1,38)	3,41 (1,08)	3,30 (1,37)
Surinvestissement	5	3,01 (1,32)	3,07 (1,34)	2,80 (1,26)	2,60 (1,18)	3,08 (1,56)	3,34 (1,29)
Capital interne	6	2,64 (1,68)	2,69 (1,70)	2,46 (1,64)	2,33 (1,71)	2,83 (1,74)	2,84 (1,71)
Plans d'options	7	4,27 (0,96)	4,32 (0,95)	4,13 (0,99)	4,28 (1,06)	4,27 (1,00)	4,36 (0,90)
Préférence fiscale pour les dividendes	9	2,36 (1,07)	2,34 (1,09)	2,46 (1,06)	2,06 (0,70)	2,25 (1,05)	2,53 (1,27)
	10	2,62 (1,12)	2,68 (1,20)	2,40 (0,73)	2,46 (0,99)	3,00 (1,20)	2,65 (1,32)
Préférence fiscale pour les rachats	11	3,67 (0,83)	3,83 (0,77)	3,13 (0,83)	3,86 (0,63)	4,00 (0,95)	3,73 (0,77)
Clientèle, individuels	13	3,56 (1,46)	3,48 (1,44)	3,86 (1,52)	3,66 (1,49)	3,50 (1,67)	3,36 (1,35)
Clientèle, sociétés	14	4,28 (0,95)	4,29 (0,80)	4,26 (1,38)	4,64 (0,63)	4,41 (0,90)	4,04 (0,78)
Clientèle, institutionnels	15	4,08 (0,99)	4,03 (0,96)	4,26 (1,09)	4,40 (0,82)	4,16 (1,26)	3,76 (0,83)
Observations (N)		68	53	15	15	12	26

**Tableau A1 – 2 : Statistiques comparatives**

Ce tableau présente les résultats des tests non paramétriques de Mann-Whitney de comparaison de moyennes entre les différents sous – échantillons. Pour chaque question et chaque paire, le tableau reprend la différence de moyenne et le niveau de significativité. \*, \*\* et \*\*\* indiquent un seuil de confiance de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

Déterminant	Question(s)	Distribution vs. Pas de distribution	Dividende seul vs. Pas de distribution	Rachat seul vs. Pas de distribution	Rachat et dividendes vs. Pas de distribution	Rachat seul vs. Dividende seul	Rachat et dividende vs. Dividende seul	Rachat et dividende vs. Rachat seul
		(2) vs. (3)	(4) vs. (3)	(5) vs. (3)	(6) vs. (3)	(5) vs. (4)	(6) vs. (4)	(6) vs. (5)
Sous-évaluation	1	0,11*(0,07)	-1,07*** (0,00)	-0,35 (0,32)	-0,24 (0,43)	0,52*(0,08)	0,63** (0,03)	0,11 (0,83)
Asymétrie d'information	2	-0,03 (0,53)	0,33 (0,46)	-0,19 (0,75)	0,20 (0,41)	-0,52 (0,29)	-0,13 (0,96)	0,39 (0,23)
Free cash flow	3	-0,96** (0,01)	-1,53*** (0,00)	0,08 (0,79)	-1,10*** (0,00)	1,61*** (0,00)	0,43 (0,31)	-1,18** (0,01)
	4	-0,03 (0,78)	-0,13 (0,71)	0,35 (0,54)	0,24 (0,67)	0,48 (0,39)	0,37 (0,38)	-0,11 (0,96)
Surinvestissement	5	-0,06 (0,49)	-0,20 (0,71)	0,28 (0,64)	0,54 (0,21)	0,48 (0,48)	0,74*(0,09)	0,26 (0,63)
Capital interne	6	-0,05 (0,68)	-0,13 (0,83)	0,37 (0,58)	0,38 (0,56)	0,50 (0,45)	0,51 (0,46)	0,01 (0,93)
Plans d'options	7	-0,05 (0,44)	0,15 (0,62)	0,14 (0,64)	0,23 (0,43)	-0,01 (1,00)	0,08 (0,85)	-0,09 (0,86)
Préférence fiscale pour les dividendes	9	0,02 (0,49)	-0,40 (0,21)	-0,21 (0,58)	0,07 (0,90)	0,19 (0,75)	0,47 (0,35)	0,28 (0,60)
	10	0,28 (0,55)	0,06 (0,96)	0,60 (0,11)	0,25 (0,84)	0,54 (0,23)	0,19 (0,82)	-0,35 (0,44)
Préférence fiscale pour les rachats	11	0,70*** (0,00)	0,73*(0,01)	0,87** (0,03)	0,60** (0,03)	0,14 (0,75)	-0,13 (0,62)	-0,27 (0,46)
Clientèle, individuels	13	0,08 (0,37)	-0,20 (0,71)	-0,36 (0,71)	-0,50 (0,23)	-0,16 (0,86)	-0,30 (0,45)	-0,14 (0,67)
Clientèle, sociétés	14	-0,01 (0,43)	0,38 (0,74)	0,15 (0,98)	-0,22 (0,11)	-0,13 (0,70)	-0,60** (0,02)	-0,37 (0,22)
Clientèle, institutionnels	15	0,05 (0,30)	0,14 (0,87)	-0,10 (0,98)	-0,50** (0,04)	-0,24 (0,82)	-0,64** (0,03)	-0,40 (0,13)

**Tableau A2 : Régression logistique multinomiale**

Ce tableau présente les résultats de la régression logistique multinomiale réalisée à partir d'une variable dépendante à quatre modalités représentant les différents sous – échantillons (Dividende exclusivement, Rachat exclusivement, Dividende et Rachat et aucune distribution). Chaque colonne donne la valeur du paramètre de la régression (statistique de Wald entre parenthèses) pour chaque variable explicative en comparaison du groupe indiqué avec le groupe des entreprises n'ayant pratiqué aucune distribution. \*, \*\* et \*\*\* indiquent un seuil de signification de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	Dividende (pas de rachat)	Rachat (pas de dividende)	Dividende et Rachat
Constante	2,88 (0,12)	-9,61 (2,41)	-6,46 (1,75)
Sous-évaluation (Q1)	-3,69** (5,61)	-0,22 (0,21)	0,09 (0,03)
Asymétrie d'information (Q2)	0,47 (0,09)	-0,36 (0,16)	0,71 (0,98)
Free cash flow (Q3)	-2,33* (3,30)	0,27 (0,39)	-0,78** (3,84)
Free cash flow (Q4)	-1,97* (3,26)	0,45 (0,96)	0,21 (0,31)
Surinvestissement (Q5)	-1,95 (2,19)	-0,23 (0,25)	0,35 (0,72)
Capital interne (Q6)	-0,92 (1,32)	0,30 (0,68)	0,07 (0,04)
Plans d'options (Q7)	0,40 (0,32)	0,45 (0,44)	0,39 (0,58)
Préférence fiscale pour les dividendes (Q9)	-1,76* (2,97)	-1,09 (1,86)	0,28 (0,24)
Préférence fiscale pour les dividendes (Q10)	-0,79 (0,63)	0,54 (0,64)	-0,23 (0,16)
Préférence fiscale pour les rachats (Q11)	4,36** (4,40)	1,53* (3,55)	1,23* (3,47)
Clientèle, individuels (Q13)	0,04 (0,00)	0,09 (0,05)	-0,23 (0,39)
Clientèle, sociétés (Q14)	-0,44 (0,08)	0,16 (0,02)	0,90 (1,22)
Clientèle, institutionnels (Q15)	2,40 (2,06)	0,10 (0,01)	-0,83 (1,12)

tané aux deux modes de distribution, ni le recours exclusif aux rachats d'actions. Ceci peut être lié à la taille réduite de l'échantillon tant par le nombre de questionnaires exploitables que par la période d'observation limitée à l'année 2002. En effet, les données recueillies concernant les plans d'options

et les tentatives d'OPA, ne permettent pas d'appréhender leur rôle dans la politique de distribution des entreprises. Ces limites pourraient être palliées par une étude longitudinale associée à l'introduction de variables comptables et financières en complément de l'avis des dirigeants.

#### Annexe B : Questionnaire

Pour les questions suivantes, les répondants donnent leur degré d'accord ou de désaccord sur une échelle de 1 à 5 (Tout à fait d'accord à Pas du tout d'accord) :

Déterminant	N°	Questions
Sous-évaluation	1	Durant les trois dernières années, l'action de votre entreprise a-t-elle été sous-évaluée ?
Asymétrie d'information	2	Les actionnaires – dirigeants sont davantage informés sur les activités de l'entreprise que les actionnaires externes
Free cash-flow	3	Les ressources d'autofinancement disponibles actuelles et futures sont nettement suffisantes pour financer tous les projets d'investissement rentables
Free cash-flow	4	Les liquidités de l'entreprise ne sont pas clairement affectées au financement de projets précis
Surinvestissement	5	Un projet est accepté s'il est jugé utile par les dirigeants quand bien même il entraînerait une réduction de la valeur des actions
Capital interne	6	La part des dirigeants dans le capital de la firme est élevée
Plans d'options	7	Le nombre de plans d'options d'achats d'actions destinés aux dirigeants par rapport au nombre d'actions est élevé
Croissance dividende	8	Le dividende par action est-il en forte augmentation ?
Préférence fiscale pour les dividendes	9	Pour des raisons fiscales, les <b>actionnaires individuels</b> ont une préférence pour les dividendes par rapport aux programmes de rachat d'actions
Préférence fiscale pour les dividendes	10	Pour des raisons fiscales, les <b>actionnaires sociétés ou investisseurs institutionnels</b> ont une préférence pour les dividendes par rapport aux programmes de rachat d'actions
Préférence fiscale pour les rachats	11	Pour des raisons fiscales, les actionnaires individuels souhaitent que l'on procède régulièrement à des rachats d'actions

Pour les questions suivantes, les personnes interrogées donnent la réponse qui correspond le mieux à la situation de leur société sur une échelle de 1 à 5 (Très fortement à Très faiblement) :

Déterminant	N°	Questions
Participation des dirigeants aux rachats	12	Lors des rachats d'actions effectués, les actionnaires – dirigeants ont-ils participé aux opérations ?
Clientèle, individuels	13	Parmi les <b>investisseurs individuels</b> , ceux que vous considérez comme de petits actionnaires sont-ils représentés :
Clientèle, sociétés	14	Parmi les <b>sociétés</b> , celles que vous considérez comme de petits actionnaires sont-elles représentées :
Clientèle, institutionnels	15	Parmi les <b>investisseurs institutionnels</b> , ceux que vous considérez comme de petits actionnaires sont-ils représentés :

Au cours des trois dernières années, combien de programmes de rachats d'actions avez-vous entrepris ? 0, 1, 2, 3, 4 et plus

Au terme du dernier exercice clos (2002), les rachats d'actions effectifs représentent en pourcentage du nombre de titres visés par la COB : < 10%, de 10 à 39 %, de 40 à 69 %, de 70 à 99 %, 100 %

Au cours des trois dernières années, de combien d'OPA ou de tentatives d'OPA votre entreprise a-t-elle fait l'objet ? 0, 1, 2, 3, 4 et plus

**BIBLIOGRAPHIE**

- ANG J.S. et JUNG M. (1993), "An alternative test of Myers' pecking order theory of capital structure: The case of South Korean firms", *Pacific-Basin Finance Journal*, p. 31-46
- BAGWELL L.S. (1991), "Share repurchase and takeover deterrence", *Rand Journal of Economics*, 22, p. 72-88
- BIERMAN H. et WEST R. (1966), "The acquisition of common stock by the corporate issuer" *Journal of Finance*, vol. 21, n° 4, décembre, p. 687-696
- BRAV A. et al. (2005), "Payout policy in the 21st century", *Journal of Financial Economics* 77, p. 483-527
- BRENNAN M.J. et THAKOR A.V. (1990), "Shareholder preferences and dividend policy", *Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, septembre, p. 993-1019
- CALVI-REVEYRON M. et PROTIN P. (2003), "Les motivations des rachats d'actions : une synthèse de la littérature", *Revue du Financier*, n° 143, novembre, p. 26-41
- CHAN K. et al. (2004), « Economic Sources of Gain in Stock Repurchases », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n° 3, septembre, p. 461-479
- COMMENT R. et JARRELL G. A. (1991), "The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases", *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, septembre, p. 1243-1271
- DEREEPER S. et ROMON F. (2006), "Rachats d'actions versus dividendes: effet de substitution sur le marché boursier français ?", *Finance Contrôle Stratégie*, vol 9, n° 5, mars, p. 157-186
- DE JONG A. et VAN DIJK R. (2000), « Determinants of leverage and agency problems », *Working paper*, Tilburg University, Janvier 2000
- DE JONG A., VAN DIJK R. et VELD C. (2003), "The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on a new research design", *International Review of Financial Analysis*, vol. 12, n° 4, p. 349-377
- DITTMAR A.K. (2000), "Why do firms repurchase stocks?", *Journal of Business*, vol. 73, n° 3, juillet, p. 331-355
- EASTERBROOK F.H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, vol. 74, n° 4, septembre, p. 651-657
- ELTON E. et GRUBER M. (1968), "The effects of share repurchase on the value of the firm", *Journal of Finance*, vol. 23, n° 1, mars, p. 135-149
- FENN G.W. et LIANG N. (2001), « Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 45-72
- GINGLINGER E. et L'HER J.F. (2000), "Flexibilité, structure d'actionariat et programmes de rachat d'actions en France", Congrès de l'Association Française de Finance, juin, Paris.
- \_\_\_\_\_. (2006), «Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France», *European Journal of Finance*, vol 12, n° 1, janvier, p. 77-94
- GRULLON G. et MICHAELY R. (2002), "Dividend, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 4, août, p. 1649-1684
- \_\_\_\_\_. (2004), "The Information Content of Share Repurchase Programs", *The Journal of Finance*, vol. LIX, n° 2, p. 651-680
- GUAY W. et HARFORD J. (2000), "The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, janvier, p. 385-415
- GUFFEY D.M. et SCHNEIDER D.K. (2004), "Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases », *Journal of Business and Economic Studies*, vol. 10, n° 2
- IKENBERRY D. et al. (1995), "Market underreaction to open market share repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n° 2-3, octobre-novembre, p. 181-208
- IKENBERRY D. et al. (2000), "Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading", *Journal of Finance*, vol. 55, n° 5, octobre, p. 2373-2397

**BIBLIOGRAPHIE**

JAGANNATHAN M. *et al.* (2000), "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, n° 3, septembre, p. 355-384

JENSEN M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, mai, p. 323-329

JENSEN M.C. et MECKLING H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, octobre, p. 305-360

JOLLS C. (1998), "Stock repurchases and incentive compensation", NBER Working Paper n° 6467, 36 p.

KALE J.R. *et al.* (1989), "Share repurchases through transferable put rights, Theory and Case Study", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, novembre, p. 141-160

LELAND H.E. et PYLE D.H. (1977), "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, mai 1977, p. 371-387.

LIE E. (2000), "Excess funds and agency problems: An empirical study of incremental cash disbursements", *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 1, printemps, p. 219-247.

LIE E. et LIE H.J. (1999), "The role of personal taxes in corporate decisions: an empirical analysis of share repurchases and dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 34, n° 4, décembre, p. 533-552.

McNALLY W. (1999), "Open market stock repurchase signalling", *Financial Management*, vol. 28, n° 2, été, p. 55-67

MARTINEZ I. et PARIENTE S. (2000), "Les rachats d'actions propres depuis 1998 : une étude empirique sur le marché français", *15èmes journées nationales des IAE*, septembre, p. 1-31.

PEYER U.C. et Vermaelen T. (2005), "The many facets of privately negotiated stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, 75, p. 361-395

STEPHENS C.P. et WEISBACH M.S. (1998), "Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs", *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, février, p. 313-333.

STULZ R.M. (1988), "Managerial control of voting rights : financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, janvier-mars, p. 25-54

TSETSEKOS G.P. *et al.* (1988), "A survey of stock repurchase motivations and practices of major US corporations", *Journal of Applied Business Research*, vol. 7, n° 3, été, p. 15-21.

VERMAELEN T. (1981), "Common stock repurchases and market signalling: An empirical study", *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 2, juin, p. 139-183.

\_\_\_\_\_. (1984), "Repurchase tender offers, signalling, and managerial incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 19, n° 2, juin, p. 163-181.