

Racheter ses propres actions : quelle relation avec le système de gouvernement d'entreprise

Maher ABIDA¹

Université de Sfax

&

Université Jean Moulin

maherabida@yahoo.fr

Résumé

La justification et l'utilité du phénomène de rachat d'actions font partie des sujets les plus controversés du débat actuel sur la gouvernance d'entreprise. Il est à signaler qu'à l'exception de quelques travaux qui se sont appuyés sur des variables managériales pour l'explication de la décision du rachat, la grande majorité des recherches sur ce sujet se sont intéressées aux déterminants financiers de cette opération. Ainsi, l'objectif de cette étude consiste à examiner l'influence de la structure d'actionnariat et du conseil d'administration des entreprises françaises sur la politique de rachat d'actions.

Mots clés : Rachat d'actions, gouvernance d'entreprise, France.

Abstract

The justification of stock repurchases is among the most controversial topics of current debate on corporate governance. It should be noted that except for some works that have relied on managerial variables to explain this decision, most of the research has focused on the financial determinants of this operation. Thus, the objective of this study is to examine the influence of ownership structure and board directors of French firms on the stock repurchase policy. Depending on circumstances, the identity of some shareholders may favor share repurchases or otherwise discriminate against them.

Keywords: Stock repurchases, corporate governance, France.

¹ Coordonnées de l'auteur : B.P. 305 SFAX 3000, Tunisie.

Introduction

En France, le nombre total de programmes de rachat d'actions visés par l'Autorité des Marchés Financier (AMF) ne cesse de progresser depuis la mise en place du nouveau dispositif juridique de la loi du 2 juillet 1998, dispositif qui substitue au principe d'interdiction celui de l'autorisation. Dereeper et Romon (2006) constatent un accroissement considérable des programmes de rachats d'actions, tant au niveau du nombre d'entreprises concernées qu'au niveau des montants en jeu. Ils constatent que les opérations de rachat d'actions visées par l'AMF représentaient 8,9 % du nombre des sociétés cotées en 1998 et 42,1 % en 2001. Le montant des actions rachetées selon les estimations de la *Lettre Vernimmen* a atteint des sommets en 2007. Les entreprises du CAC 40 ont dépensé 19,2 milliards d'euros cette année-là dans le rachat d'actions, contre 7,9 milliards en 2006. De leur côté, Ginglinger et Hamon (2009) constatent que 40 % des entreprises françaises cotées ont annoncé des programmes de rachat d'actions entre 2000 et 2002 soit 1578 programmes de rachat annoncés par 352 entreprises. Les auteurs constatent que 89,13 % du montant racheté est réalisé par les entreprises du CAC 40.

Le développement considérable de la politique de rachat d'actions en France déclenche le besoin de l'expliquer et d'en explorer les raisons. Même si le nombre de publications n'est pas l'unique marque de cet engouement, celles qui se consacrent principalement à l'étude du lien entre le système de gouvernement d'entreprise et les opérations de rachat d'actions sont quasi inexistantes. Les auteurs qui se sont intéressés à ce champ de recherche traitent plutôt les déterminants financiers de ces opérations (Grullon et Michaely, 2004 ; Ginglinger et L'Her, 2006 ; Albouy et Morris, 2006 ; Dereeper et Romon, 2006 ; Li et McNally, 2007, Wang et *al.*, 2009 ; etc.). Ainsi, pour mieux cerner ce phénomène, nous considérons qu'outre les caractéristiques financières qui sont susceptibles d'inciter les entreprises au rachat d'actions, des facteurs relatifs aux caractéristiques du conseil d'administration et à l'actionnariat peuvent également influencer cette décision de rachat d'actions.

Le rachat d'actions se voit assigner par la théorie d'agence un rôle d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et des actionnaires majoritaires sur ceux des minoritaires. En effectuant un rachat d'actions, le dirigeant montre qu'il n'utilisera pas le *free cash-flow* à sa convenance, signalant par là qu'il est conscient de ses devoirs envers les actionnaires. Il est donc un moyen efficace pour atténuer les coûts d'agences et, par conséquent, pour mieux valoriser l'entreprise. Mais ne faut-il pas que certains mécanismes de gouvernance soient déjà actifs pour pousser le dirigeant à distribuer ? En effet, l'étude de la

politique de rachat d'actions à l'intérieur du système de gouvernement d'entreprise devrait nous aider à saisir pourquoi, face à un conflit d'agence, certaines entreprises ont recours au rachat et d'autres non. À l'issue de ce constat, il s'est avéré intéressant d'étudier l'impact des mécanismes de gouvernement d'entreprise sur la décision de rachat d'actions. Nous nous intéressons plus particulièrement à l'influence des caractéristiques de la structure d'actionnariat et du conseil d'administration sur la réalisation d'un programme de rachat d'actions.

Notre étude est organisée comme suit. La première partie présente la relation entre la gouvernance d'entreprise et le phénomène du rachat d'actions. Nous en tirons des propositions testables. Dans la seconde partie, nous expliquons la méthode statistique retenue et présentons l'échantillon utilisé. Enfin, les résultats et commentaires sont exposés dans la dernière partie.

1. LE RÔLE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Blouin et Nondorf (2004), Belden *et al.* (2005) et Oswald et Young (2008) trouvent que le recours au rachat d'actions dépend du mode de gouvernance adopté par l'entreprise. En effet, la structure de propriété exerce une influence particulièrement complexe sur la politique de rachat d'actions. Selon les cas, certains aspects de la structure d'actionnariat peuvent favoriser le rachat d'actions ou au contraire le défavoriser.

La décision de rachat est prise en France par le conseil d'administration qui la propose au vote de l'assemblée générale des actionnaires. Ainsi, les caractéristiques de cet organe de gouvernance sont susceptibles d'influencer cette décision.

Notre propos insistera à étudier dans un premier temps l'effet des différents aspects de la structure d'actionnariat sur la réalisation d'un programme de rachat d'actions. Ces aspects se matérialisent principalement par deux volets, à savoir : la concentration du capital et l'identité des actionnaires. Dans un second temps, nous analysons le rôle du conseil d'administration sur la décision de rachat d'actions.

1.1. L'ACTIONNARIAT DES DIRIGEANTS

Compte tenu du rôle central accordé au dirigeant dans les différentes approches théoriques constituant le cadre d'analyse de la recherche en gouvernement d'entreprise, beaucoup d'intérêt a été porté à l'actionnariat des dirigeants.

La thèse de la convergence des intérêts soutenue initialement par Jensen et Meckling (1976), stipule que plus la part du capital détenue par les dirigeants est importante plus leurs intérêts convergent avec ceux des autres actionnaires. Ainsi, ils vont s'adonner à des activités qui améliorent la performance et maximisent la valeur de la firme.

Les résultats des études antérieures montrent que l'actionnariat des dirigeants influence les décisions du rachat d'actions. Aux États-Unis, Fenn et Liang (2001) constatent que la politique de distribution est importante pour les firmes détenant des niveaux élevés de *free cash-flows* lorsque l'actionnariat managérial est faible. Sur le marché britannique, Oswald et Young (2008) révèlent que la probabilité de réalisation d'un programme de rachat d'actions est faible lorsque la propriété managériale est élevée. Celle-ci permettrait de modérer le conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et réduirait le recours au rachat d'actions pour atténuer ce conflit. Blouin et Nondorf (2004) confortent cette hypothèse en concluant à une relation négative entre la propriété managériale et la distribution de fonds aux actionnaires. Eu égard à ces études, il serait opportun de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : La probabilité de réalisation du rachat d'actions est négativement liée à l'actionnariat managérial.

1.2. LA PRESENCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

L'importance des actifs détenus par les institutionnels leur permet d'être des acteurs à part entière au sein du système de gouvernement d'entreprise. Ces investisseurs disposent d'un coût d'accès et de traitement de l'information réduit, ils sont supposés être plus efficaces et incités à exercer un contrôle actif de la gestion de la firme. Ils peuvent mieux contrôler et discipliner les dirigeants (Healy et *al.*, 1999). Les institutionnels sont également capables d'influencer les décisions de la firme, ils sont exigeants en ce qui concerne la politique de rachat d'actions et favorisent les firmes qui versent régulièrement des fonds aux actionnaires (Brav et Heaton, 1998).

Plusieurs études ont été consacrées à l'analyse de l'influence des investisseurs institutionnels sur la politique de rachat d'actions. Jain (2007) montre, en utilisant des données pour la période 1989-1996 sur le marché américain, que les investisseurs institutionnels préfèrent les entreprises qui rachètent leurs actions alors que les investisseurs individuels préfèrent la distribution des dividendes. Similairement, les études de Renneboog et Trojanowski (2005) montrent qu'en Grande-Bretagne, la probabilité de rachat d'actions pour les firmes contrôlées par un institutionnel est plus importante que celles des entreprises contrôlées par un individuel

non dirigeant ou par une firme industrielle. Ce résultat est partagé aussi par Blouin et Nondorf (2004), ils constatent que la détention du capital par des institutionnels affecte positivement le versement de dividendes et les rachats d'actions et constatent qu'il y a moins d'institutionnels dans les firmes qui ne distribuent pas de fonds.

Nous concluons que la littérature a mis en évidence l'existence d'effets positifs inhérents à la présence des investisseurs institutionnels pour la décision de rachat d'actions. Ainsi, nous avançons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : La probabilité de réalisation du rachat d'actions est positivement liée à l'actionnariat des institutionnels.

1.3. LA CONCENTRATION DE LA PROPRIETE

La concentration de l'actionnariat est classée parmi les mécanismes de gouvernance spécifiques à l'entreprise. Les actionnaires peuvent contraindre le dirigeant à agir dans leurs intérêts sur la base de la concentration de propriété.

Peu d'études se sont intéressées à l'influence de la concentration de propriété sur la politique du rachat d'actions. Une partie de ces études constate une relation négative entre la nécessité d'une politique de distribution des fonds et la concentration de la propriété. En France, Dereeper et Romon (2006) affirment l'influence négative de la concentration de l'actionnariat sur la probabilité de procéder à un rachat d'actions.

En outre, une partie des études révèlent une relation positive entre la nécessité d'une politique de distribution et la concentration de la propriété. En examinant un échantillon de 416 entreprises allemandes, Correia et al. (2004) constatent qu'à partir d'un niveau de contrôle de 43,9 %, les intérêts des actionnaires majoritaires divergent de ceux des minoritaires et il doit être surveillé moyennant une politique de distribution des fonds. Le taux de distribution des fonds et le niveau de contrôle sont alors liés positivement. Ce résultat a été confirmé par Gugler et Yurtoglu (2003), mais à partir d'un seuil de contrôle du premier actionnaire supérieur à 28 % et inférieur à 34,4 %.

Les arguments avancés dans le cadre de la théorie de l'agence montrent bien que la concentration de la propriété constitue un facteur important pour influencer la politique de distribution des fonds. Il est difficile de trancher sur le sens de cette relation à partir des travaux cités ci-dessus. Cependant, plusieurs points confortent l'hypothèse d'une relation négative entre la concentration du capital et le rachat d'actions. La raison serait qu'un capital concentré rendrait difficile le contrôle des dirigeants. Le rachat peut être une solution au

problème d'incitation et contribue ainsi à la réduction du conflit d'agence et à l'augmentation des performances de la firme. De ce fait, on s'attend à une association négative entre le niveau de la concentration du capital et la décision de rachat. En conséquence de cette discussion, nous proposons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : La probabilité de réalisation du rachat d'actions est négativement liée à la concentration de l'actionnariat.

1.4. L'INDEPENDANCE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

La composition du conseil d'administration constitue la caractéristique la plus étudiée dans les travaux sur les conseils. Cette caractéristique a été largement considérée comme le signal d'une indépendance du conseil.

Les administrateurs internes ne disposent pas de suffisamment de pouvoir pour s'opposer aux décisions des dirigeants puisqu'ils dépendent hiérarchiquement de la direction. Ainsi, un nombre important d'administrateurs indépendants dans le conseil permet l'exercice d'un jugement plus pertinent et objectif en matière de management, réduisant ainsi les coûts d'agence.

La plupart des études soutiennent l'hypothèse que la probabilité de distribution du cash aux actionnaires est d'autant plus élevée que les conseils sont indépendants. En effet, la présence d'administrateurs indépendants favorise la réalisation du programme de rachat d'actions afin de diminuer les flux monétaires excédentaires à la disposition des dirigeants, ce qui a pour conséquence de réduire le coût d'agence. Ainsi, l'étude de Belden *et al.* (2005) montre à partir d'un échantillon de 524 entreprises américaines que les firmes distribuent davantage de cash à leurs actionnaires lorsque leurs conseils sont dominés par des administrateurs indépendants. Le même résultat est atteint par Chen *et al.* (2005) pour les entreprises cotées à Hong Kong. Pour leur part, Oswald et Young (2008) montrent que les conseils d'administration des firmes britanniques qui ne rachètent pas leurs propres actions sont dominés par des administrateurs non indépendants. Tous ces arguments nous permettent d'avancer l'hypothèse suivante:

Hypothèse 4: La probabilité de réalisation du rachat d'actions est positivement liée à la présence des administrateurs indépendants.

1.5. LA STRUCTURE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le cumul de la fonction de gestion et de surveillance réduirait l'efficacité du conseil puisque le président de cet organe est à la fois juge et partie. Jensen (1993) considère la séparation des deux fonctions comme une garantie des intérêts des actionnaires.

La prédominance du cumul des fonctions en France nous amène à nous interroger sur l'influence de l'unicité de commandement sur le rachat d'actions. Godard et Schatt (2005) montrent que le cumul des fonctions est présent dans 80 % des entreprises françaises cotées. Ils constatent par ailleurs que les entreprises qui dissocient ces deux fonctions distribuent plus de dividende. Du Boys (2007) constate que le rachat d'actions est plus fréquent en présence d'une dissociation des fonctions sur le marché canadien. La dissociation des fonctions est considérée comme un moyen efficace de contrôle qui limiterait le comportement discrétionnaire des dirigeants en les incitant à distribuer les flux monétaires excédentaires. Ceci nous amène à énoncer l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : La probabilité de réalisation du rachat d'actions est négativement liée au cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration.

2. L'ÉTUDE EMPIRIQUE

Dans cette deuxième partie, nous exposons la constitution de l'échantillon et notre modèle empirique.

2.1. CONSTRUCTION DE L'ÉCHANTILLON

Initialement, l'échantillon de l'étude comprend toutes les entreprises ayant annoncé un programme de rachat d'actions « PRA » sur le marché français entre 2004 et 2006. Après avoir retiré les institutions financières et les entreprises pour lesquelles des données manquent, l'échantillon passe à 363 entreprises annonçant 754 programmes de rachats. Le tableau ci-après indique le nombre de rachats par compagnie pour les 754 programmes de rachat. Nous constatons que 29,67 % des annonces sont effectuées par des entreprises qui ont fait une seule annonce au cours de la période d'étude ; 32,69 % par des firmes qui ont procédé à deux annonces et, ainsi de suite.

Tableau 1. Nombre de programmes de rachat d'actions initiées par des entreprises françaises

Nombre d'annonces	Nombre d'entreprises		Nombre de PRA	
	NB	%	NB	%
1	108	29,67 %	108	14,25 %
2	119	32,69 %	238	31,40 %
3 et plus	136	37,64 %	408	54,35 %
Total	363	100 %	754	100 %

Source : Prospectus et déclarations de l'AMF

Nous distinguons dans un deuxième temps les entreprises ayant activé leur programme des autres. L'entreprise qui décide de réaliser son programme de rachat doit déclarer mensuellement à l'AMF² le nombre d'actions racheté. Ceci permet de collecter les données relatives aux rachats effectifs. Les données sont collectées sur 18 mois, et si l'entreprise a voté deux programmes pendant deux années successives, la période de réalisation du premier est de 12 mois seulement. Ainsi, nous avons pour les 754 programmes de rachat d'actions annoncés, 455 programmes actifs soit 60,34 % et 299 opérations de rachat inactifs. Au final, nous pouvons distinguer l'annonce de la réalisation effective d'un programme de rachat d'actions.

Tableau 2. Répartition des programmes de rachats d'actions par année d'annonce

Année	Actif		Inactif		Total	
	NB	%	NB	%	NB	%
2006	151	60,64 %	98	39,36 %	249	100 %
2005	158	65,02 %	85	34,98 %	243	100 %
2004	146	55,73 %	116	44,27 %	262	100 %
Total	455	60,34 %	299	39,66 %	754	100 %

Source : Prospectus et déclarations de l'AMF

² Autorité des Marchés Financiers.

2.2. MODELE

La décision de rachat effectif est analysée en utilisant le modèle de régression *Logit*. La variable dépendante (*RACHAT*) prend la valeur 1 si la firme procède à la réalisation effective de son programme de rachat et 0 sinon. L'équation ci-dessous analyse l'effet des caractéristiques de gouvernement de l'entreprise sur sa décision de racheter ses propres actions.

Équation :

$$RACHAT_i = \alpha_i + \beta_1 PCDD_{i(t-1)} + \beta_2 PCDIN_i + \beta_3 CC_{i(t-1)} + \beta_4 IND_{i(t-1)} + \beta_5 STR_{i(t-1)} + \beta_6 FCF_{i(t-1)} + \beta_7 STO_{i(t-1)} + \beta_8 TAL_{i(t-1)} \varepsilon_i$$

RACHAT : variable binaire qui prend la valeur 1 s'il y a activation du programme de rachat d'actions durant la période de l'étude, 0 sinon.

PCDD : la proportion du capital détenue par le dirigeant.

PCDIN : la proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels.

CC: une mesure de la concentration du capital. Il s'agit de la proportion du capital détenu par les cinq premiers actionnaires.

IND : la proportion des administrateurs indépendants mesurée par le nombre d'indépendants divisé par la taille du conseil.

STR : variable binaire qui prend la valeur 1 s'il y a cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration et 0 sinon.

FCF : une mesure des *free cash-flows*. Il s'agit de la différence entre le résultat opérationnel et les dépenses d'investissement rapporté à l'actif total.

STO : le nombre total de stock-options en circulation rapporté à celui des actions en circulation.

TAL : le logarithme népérien du total actif. L'utilisation de la transformation logarithmique permet de réduire l'effet des valeurs extrêmes sur les résultats.

ε_i : terme d'erreur.

Nous avons récupéré les données financières, du conseil d'administration et de la structure d'actionnariat à partir de la base de données Thomson One-Banker et des rapports annuels des entreprises.

Les variables de contrôle utilisées dans nos modèles sont tirées de la littérature existante et correspondent aux caractéristiques de l'entreprise susceptible d'influencer la décision de rachat d'actions. Du Boys (2007) trouve une relation positive entre la taille de l'entreprise et le rachat d'actions. Lee et Suh (2011) montrent que les firmes qui rachètent leurs propres actions disposent d'un *free cash-flow* important. Ils constatent que le rachat d'actions limite les fonds à la disposition des dirigeants et réduit ainsi le risque de financement des projets non rentables, ce qui réduit l'ampleur du conflit d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Babenko (2009) constate que les rachats d'actions sont plus importants lorsque le nombre d'options en circulation attribuées aux dirigeants et/ou aux salariés est élevé. Ils concluent que les entreprises recourent au rachat d'actions afin d'augmenter leur BPA après l'exercice des *stock-options*.

3. RÉSULTATS ET COMMENTAIRES

3.1. ANALYSE DESCRIPTIVE DE L'ÉCHANTILLON

Le tableau 3 présente quelques statistiques descriptives pour les observations de l'étude. Les résultats montrent que l'actionnariat des firmes de notre échantillon est fortement concentré entre les mains des principaux actionnaires. Les résultats indiquent que dans la moitié des firmes, les cinq premiers actionnaires (CC) détiennent 56,02 % du capital. Un dirigeant détient en moyenne 23,75 % de la propriété de l'entreprise. Les cas varient d'entreprises où les managers ne sont pas propriétaires à d'autres où ils sont dominants (max = 90,75 %) à propriété managériale. La moyenne de détention actionnariale par des investisseurs institutionnels est de 17,63 %. Dans la moitié des firmes, ils détiennent au moins 13,33 % du capital. Toutefois, nous observons que certaines entreprises ne comportent aucun investisseur institutionnel, alors que d'autres sont majoritairement détenues par des institutionnels.

Au-delà de la structure de l'actionnariat, les résultats montrent que 37,21 % des administrateurs de ses entreprises sont des indépendants. Toutefois, certains conseils sont composés exclusivement d'administrateurs indépendants alors que d'autres ne comportent que des non indépendants. Dans 59,48 % des cas il y a cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration. Ce constat est en conformité avec les résultats de Godard et Schatt (2005) qui montrent une prédominance du cumul des fonctions en France.

Tableau 3. Statistiques descriptives

Ce tableau indique les statistiques descriptives des variables relatives aux caractéristiques de la structure d'actionnariat. PCDD est la proportion du capital détenue par les dirigeants. CC : Le pourcentage du capital détenu par les cinq premiers actionnaires. PCDIN est la proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels. IND est la proportion des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. STR est une variable muette prend la valeur « 1 » lorsque l'entreprise cumule entre les fonctions de décision et de contrôle. TAL est le logarithme du total des actifs. FCF est la différence entre le résultat opérationnel et les dépenses d'investissement rapporté à l'actif total. STO le nombre total de stock-options en circulation rapportée au nombre total d'actions en circulation.

Variables	Min	Max	Moyenne	Médiane	Écart-type
PCDD	0 %	90,75 %	23,75 %	11,20 %	0,25
CC	0 %	99,17 %	52,17 %	56,02 %	0,23
PCDIN	0 %	76,85 %	17,63 %	13,33 %	0,16
IND	0%	100 %	37,21 %	36,84 %	0,21
FCF	-55 %	85 %	5,41 %	5,80 %	0,10
STO	0 %	28,45 %	3,76 %	2,84 %	0,04
TAL	0,94	2,93	2,41	2,46	0,30
Variables	Nombre	Fréquence			
STR	292	59,48%			

3.2. RESULTATS DU MODELE EMPIRIQUE

Dans le but de mettre en évidence les caractéristiques de la structure d'actionnariat et conseil d'administration amenant les firmes à racheter effectivement leurs actions, nous identifions l'influence de chaque variable explicative sur la probabilité de la réalisation du programme de rachat.

Le tableau 4 synthétise les résultats de nos régressions logistiques. Notons dans un premier temps que les tests concluent à la validité générale du modèle. La statistique de vraisemblance est significative au seuil de 1 %.

L'effet de la propriété managériale (*PCDD*) sur la décision de rachat d'actions est positif et statistiquement significatif au seuil de 5 %. Ce résultat ne corrobore pas notre hypothèse H_1 postulant qu'une forte détention du capital par les dirigeants est négativement liée à la

réalisation du programme de rachat d'actions. Soulignons que ce résultat va dans le même sens que ceux révélés par Fenn et Liang (2001) et Stouraitis et Wu (2004).

Le lien positif entre l'actionnariat managérial et le rachat d'actions peut être justifié par plusieurs raisons. D'abord, le rachat d'actions permet de concentrer le capital dans les mains des dirigeants si ces derniers ne participent pas à cette opération. Ainsi, les rachats d'actions peuvent être utilisés comme moyen de protection contre les prises de contrôle hostiles. Elles sont alors au service de l'enracinement du dirigeant. Ces conclusions appuient nos statistiques descriptives qui ont également révélé une forte participation du capital par les dirigeants avec un taux moyen de détention de 23,75 % pour les entreprises initiatrice d'un programme de rachat d'actions. Ensuite, cette relation positive peut être la preuve d'une complémentarité entre le rachat d'actions et l'actionnariat des dirigeants pour réduire le conflit d'agence en distribuant les flux monétaires excédentaires. Ainsi, le rachat permet de maximiser la création de valeur.

L'effet de la propriété institutionnelle (*PCDIN*) sur la décision de rachat d'actions est positif et statistiquement significatif au seuil de 5 %. Ce résultat permet de corroborer l'hypothèse H_2 . En effet, les investisseurs institutionnels représentent une protection des intérêts des actionnaires et préfèrent la distribution de l'excédant du *cash-flow* moyennant le rachat d'actions afin de limiter l'extraction de bénéfices privés par les dirigeants. Ces conclusions vont dans le même sens que ceux de Blouin et Nondorf (2004), Renneboog et Trojanowski (2005) et Jain (2007). Néanmoins, l'intensité de l'influence que nous avons constatée dans notre étude est plus faible que celle mise en avant dans les études américaines. Ce résultat n'est pas surprenant étant donné que des études antérieures réalisées sur le marché français ont montré l'influence faible des investisseurs institutionnels sur le comportement des firmes françaises.

Le coefficient de *CC* est négatif et statistiquement significatif au seuil de 5 % appuyant ainsi l'hypothèse H_3 . La concentration de l'actionnariat affecte négativement la probabilité de rachat d'actions. Dereeper et Romon (2006) ont abouti à des résultats similaires aux nôtres. Les dirigeants des entreprises concentrées ne cherchent pas à distribuer l'excédent du *cash-flow* aux actionnaires. Ils préfèrent maximiser leurs propres intérêts au détriment de celui des actionnaires minoritaires. Ceci est de nature à augmenter le conflit d'agence entre les actionnaires majoritaires et minoritaires.

Le conseil d'administration est le principal décideur du rachat d'actions. Ses caractéristiques pourraient alors influencer ses décisions en la matière. Le modèle étudié incorpore deux

principales caractéristiques du conseil à savoir l'indépendance et la structure. L'indépendance des administrateurs influence la probabilité de réalisation d'un programme de rachat d'actions. Le coefficient de la variable *IND* est significatif aux seuils conventionnels. L'hypothèse H₄ est donc vérifiée. L'indépendance participe à l'atténuation des conflits d'intérêts en encourageant les entreprises à racheter leurs propres actions.

Par ailleurs, nos résultats montrent que le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration ne favorise pas le rachat d'actions. En effet, le signe du coefficient de *STR* est négatif et significatif au seuil de 10%. Ce résultat appuie notre hypothèse H₅ à l'instar des études de Godard et Schatt (2005) et Du Boys (2007). La séparation des fonctions de contrôle et de décision permet de limiter le comportement opportuniste des dirigeants en les incitant à distribuer les *free cash-flows*, source de conflits d'agence, ce qui favorise l'activation des programmes de rachat d'actions.

La littérature existante s'est intéressée à l'influence des *free cash-flows* sur la politique de rachat d'actions (Albouy et Morris, 2006, Wang *et al.*, 2009 et Lee et Suh, 2011). Nos résultats ont révélé que l'importance des *free cash-flows* (coefficient des *FCF* est positif et statistiquement significatif au seuil de 1%) incitent les entreprises à réaliser leurs programmes de rachat d'actions. Le rachat d'actions est vu dans cette situation comme un moyen pour limiter l'utilisation opportuniste des ressources de l'entreprise par les dirigeants. Les résultats obtenus vont dans le même sens que les conclusions de recherches antérieures.

De nombreuses recherches ont étudié la relation entre les plans de *stock-options* et le rachat d'actions. Elles se sont intéressées majoritairement au marché américain et apportent peu d'explications sur le marché français. Les sociétés utilisent le rachat d'actions pour éviter la dilution du BPA liée à l'exercice des *stock-options*. (Babenko, 2009). Nos résultats confirment le recours des entreprises françaises au rachat d'actions afin de couvrir les plans de *stock-options*. Le coefficient de *STO* est positif et statistiquement significatif au seuil de 5%. En effet, l'exercice des *stock-options*, s'associant à un accroissement du capital et/ou l'attribution d'actions nouvelles, conduit par conséquent à une dilution du bénéfice par action. Pour éviter celle-ci, les entreprises rachètent tout ou une partie des actions nouvellement créées.

La taille de l'entreprise ne semble pas influencer la probabilité de la réalisation du programme de rachat d'actions. Il n'y a pas une différence entre les grandes et les petites entreprises dans la réalisation du programme de rachat d'actions.

Tableau 4. Résultats de la régression logistique

Ce tableau expose les résultats des régressions logistiques des relations entre structure d'actionariat et rachat d'actions. Les valeurs entre parenthèses indiquent la valeur du test *Wald*. PCDD est la proportion du capital détenue par les dirigeants. PCDIN est la proportion du capital détenue par les investisseurs institutionnels. CC : Le pourcentage du capital détenu par les cinq premiers actionnaires. IND est la proportion des administrateurs indépendants. STR est une variable muette prend la valeur « 1 » lorsque l'entreprise cumule entre les fonctions de décision et de contrôle. TAL est le logarithme du total des actifs. FCF est la différence entre le résultat opérationnel et les dépenses d'investissement rapporté à l'actif total. STO le nombre total de stock-options en circulation rapportée au nombre total d'actions en circulation.

Modèle de régression logistique portant sur la structure d'actionariat		
Modèle <i>Variables</i>	Signe prévu	Équation
Constante		1,86** (4,64)
CC	(-)	-1,12** (5,56)
PCDD	(-)	0,64** (6,21)
PCDIN	(+)	1,82** (5,27)
IND	(+)	0,23** (6,43)
STR	(-)	-0,41* (-1,66)
FCF	(+)	3,78*** (9,34)
STO	(+)	2,72** (6,02)
TAL	(+)	0,28 (0,97)
R ² Nagelkerke		0,10
Statistique de vraisemblance ³		451,41***

*** statistiquement significatif à 1 % ; ** statistiquement significatif à 5 % ; * statistiquement significatif à 10 %

³Nous utilisons le test de Hosmer-Lemeshow pour vérifier l'adéquation de notre modèle. Nous rejetons l'hypothèse nulle indiquant qu'il n'y a pas de différence dans les caractéristiques d'actionariats et financières des entreprises qui rachètent effectivement et celles qui ne rachètent pas.

Conclusion

Cette recherche nous a permis d'aborder les caractéristiques des entreprises françaises rachetant leurs propres actions. Les résultats montrent que les firmes qui réalisent leurs programmes de rachat ont des caractéristiques différentes des autres firmes. Cette étude a permis de confirmer certaines hypothèses sur le marché français, qui ont été testées auparavant sur d'autres marchés notamment aux États-Unis. Les *free cash-flows*, les *stock-options*, la structure du conseil d'administration et la structure d'actionnariat s'avèrent déterminants dans la décision de rachat d'actions.

En se référant à la théorie d'agence, le rachat d'actions permet de distribuer les flux monétaires excédentaires, sources de conflits d'intérêts. Le rachat d'actions peut être appréhendé comme étant un mécanisme de contrôle de dirigeants. L'étude du lien entre ce mécanisme et les autres mécanismes de gouvernance, notamment le conseil d'administration et la structure de propriété, est fondamentale.

Il ressort de nos résultats que la structure de l'actionnariat des firmes françaises influence leurs décisions de rachat d'actions. Ainsi, plus la part du capital détenue par les dirigeants et les investisseurs institutionnels est importante, plus la probabilité de rachat d'actions est élevée. En revanche la concentration de la propriété défavorise la probabilité de rachat d'actions.

L'influence de certaines caractéristiques du conseil d'administration sur la décision de rachat a été mise en évidence. En effet, nous avons constaté que l'indépendance des membres du conseil et le non-cumul des pouvoirs par les managers favorisent le rachat d'actions.

Les résultats auxquels nous avons abouti dans la présente étude apportent aux dirigeants des entreprises comme aux investisseurs de nouveaux éclairages qui devraient contribuer à améliorer la compréhension de la politique de rachat d'actions. Ainsi les résultats obtenus en réponse à nos hypothèses de recherche permettent aux dirigeants de saisir les meilleures conditions pour réaliser un programme de rachat d'actions. Quant aux investisseurs, cette recherche explique dans quelle mesure la politique de rachat d'actions permet de protéger leurs intérêts en assurant la création de valeur actionnariale.

Bibliographie

- Albouy M. et Morris T. (2006), « Les rachats d'actions au Canada : motivations et impact de l'activité économique », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 4, p. 5–32.
- Babenko I. (2009), « Share Repurchases and Pay-Performance Sensitivity of Employee Compensation Contracts », *Journal of Finance*, vol. 69, p. 117-151.
- Belden S., Fister T. et Knapp B. (2005), « Dividends and directors: do outsiders reduce agency costs? », *Business and Society Review*, vol. 110, n°2, p. 171-180.
- Blouin J. et Nondorf M. (2004), « Payout Policy: A Shareholder-Level Analysis », *Working Paper*, University of Pennsylvania and University of California at Berkeley.
- Brav A. et Heaton J.B. (1998), « Did Erisa's Prudent Man Rule Change the Pricing of Dividend Omitting Firms? », *Working Paper*, Duke University.
- Charreaux G. (1997), « Introduction générale et Vers une théorie du gouvernement d'entreprise », dans G. Charreaux (éd.) *Le gouvernement des entreprises – théories et faits* -, Paris, Economica, p. 1-13 et p. 421–469.
- Chen Z., Cheung Y.L., Stouraitis A. et Wong W.S. (2005), « Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, n° 4, p. 431-449.
- Correia Da Silva L., Goergen M. et Renneboog L. (2004), « Dividend Policy and Corporate Governance », *Oxford University Press*
- 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° 1, p. 157-186.
- Du Boys C. (2007), « Rôle des conflits d'agence, de la structure d'actionariat et des mécanismes de gouvernance sur les politiques de distribution : Application aux décisions de dividende et de rachat d'actions des sociétés françaises cotées ». *Thèse du doctorat. Université Paul CEZANNE (Aix Marseille III)*.
- Fenn G.W. et Liang N. (2001), « Good news and bad news about share repurchases », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 45-72.
- Ginglinger E. et Hamon J. (2009), « Share repurchase regulations: Do firms play by the rules? », *International Review of Law and Economics*, vol. 29, p 81.-96.
- Ginglinger E. et L'Her J. F. (2006), « Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France », *The European Journal of Finance*, vol. 11, n° 1, p. 77-94.
- Godard L. et Schatt A. (2005), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. Un état des lieux », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 158, p. 69-88.
- Grullon G. and Michaely R. (2004), « The Information Content of Share Repurchase Programs », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 651-680.
- Gugler K. et Yurtoglu B. (2003), « Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany », *European Economic Review*, vol. 47, n° 4, p. 731-758.
- Healy P., Hutton A. et Palepu K. (1999), « Stock Performance And Intermediation Changes Surrounding Increases In Disclosure », *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, p. 485-520.

- Jain R. (2007), « Institutional and individual investor preferences for dividends and repurchases », *Journal of Economics and Business*, vol. 59, n° 5, p. 406-429.
- Jensen M.C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, p. 831-880.
- Jensen M.C. et Meckling W. (1976), « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305–360.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-517
- Lee B.S. et Suh J. (2011), « Cash holdings and share repurchases: International evidence », *Journal of Corporate Finance*, vol 17, p 1303.-1329.
- Li K. et McNally W. (2007), « The information content of Canadian open market repurchase announcements », *Managerial Finance*, vol. 33, p. 65-80.
- Oswald D. et Young S. (2008), « Share reacquisitions, surplus cash, and agency problems », *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, p. 795-806.
- Renneboog L. et Trojanowski G. (2005), « Control Structures and Payout Policy », *Working Paper*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance n° 80.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « A survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, p.737-783.
- Stouraitis A. et Wu L. (2004), « The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem », *Conférence de l'Association Française de Finance*.
- Wang S., Strong N., Tung S. et Lin S. (2009), « Share repurchases, the consulting problem and the free cash flow hypothesis », *Financial Management*, p. 487-505.