

*Les rachats d'actions peuvent-ils être un substitut
aux dividendes ?*

BARRAUD CHRISTOPHE, 2008

Table des matières

Introduction.....	3
Préambule	7
I. Les motivations à l'origine des rachats d'actions et versements de dividendes....	9
1. <i>Les motivations à l'origine des rachats d'actions</i>	9
2. <i>Les motivations à l'origine des versements de dividendes</i>	13
3. <i>Conclusion</i>	15
II. Quel est l'impact des rachats d'actions et des versements de dividendes ?	16
1. <i>Impact des rachats d'actions sur la structure des cours boursiers</i>	16
2. <i>Impact des versements de dividendes sur la structure des cours boursiers</i>	19
3. <i>Conclusion</i>	20
III. Du versement de dividendes aux rachats d'actions	21
1. <i>Evolution des politiques de rachat d'actions et de dividendes</i>	21
2. <i>Conclusion</i>	24
IV. Les dividendes sont – ils condamnés à disparaître ?	25
1. <i>Les avantages propres aux dividendes</i>	25
2. <i>Les barrières aux rachats d'actions</i>	26
3. <i>Conclusion</i>	26
V. Conclusion Générale	27
Bibliographie	28
Annexe.....	32

Introduction

Depuis plusieurs années, les marchés financiers ont pris une place prépondérante au sein de la vie des entreprises. Ces dernières ont acquis une parfaite maîtrise des méthodes de communication et n'hésitent plus à utiliser certains outils de gestion financière afin de communiquer directement avec leur actionnariat et ainsi pouvoir valoriser au maximum les actifs de l'entreprise. Au travers de ce mémoire, nous allons examiner deux des principaux outils de gestion financière couramment utilisés par les entreprises, à savoir :

1) **Le rachat d'actions** : qui est, comme son nom l'indique, une opération par laquelle une entreprise peut racheter ses propres actions. On distinguera 2 formes de rachat d'actions¹ :

- *Le ramassage en bourse ou "open market repurchase"* : Les entreprises rachètent directement leurs propres actions comme quiconque l'aurait fait sur le marché. Dans ce type de rachat, ouvert au marché, l'entreprise ne révèle pas son rôle d'acheteur, ainsi le vendeur ne sait pas si les actions sont vendues à la société émettrice ou simplement à un autre investisseur.

- *L'offre Publique ou "tender offer"* : Sur le marché Américain², elle peut être déclinée sous 2 aspects, qui sont d'une part, les offres publiques de rachat à prix fixe "*fixed-price self-tender offer*", l'entreprise fait part aux actionnaires de sa volonté de racheter une certaine quantité de ses propres actions à un prix déterminé ; et les offres publiques de rachat selon le principe des enchères à la hollandaise "*Dutch-auctions self-tender offer*", dans ce cas l'entreprise propose à ses actionnaires de racheter une certaine quantité d'actions dans une fourchette de prix. Au sein de cette fourchette, chaque actionnaire aura la possibilité de fixer le prix minimum auquel il accepte de céder les actions qu'il détient. Les propositions sont ordonnées suivant les prix minimums exprimés et la confrontation avec le nombre d'actions que l'entreprise souhaite racheter permet de fixer le cours de rachat à la valeur la plus faible possible. Ce prix de rachat est appliqué à toutes les offres de rachat exprimées avec un prix égal ou inférieur.

2) **Le versement de dividendes** : Le dividende d'une action est défini comme un versement d'argent "cash" aux actionnaires, (généralement annuel en France, et trimestriel aux Etats-Unis), d'un montant identique pour chaque action détenue, prélevé sur le bénéfice net de la société et servant à rémunérer leur participation au capital.

A noter, que les rachats d'actions sont perçus comme des opérations à caractère ponctuel alors que la distribution de dividendes se reproduit généralement dans le temps.

Sur le plan théorique, des travaux dérivés de Miller et Modigliani (1958)³, montrent que dans le cadre d'un marché parfait, marqué par une absence de fiscalité, d'effet d'information ou de transfert de richesse, l'actionnaire sera totalement indifférent entre un programme de rachat d'actions ou de versement de dividendes, qui porte sur le même montant de redistribution de liquidités. L'exemple de la page suivante synthétise parfaitement cette idée.

¹ Dans ce mémoire, nous n'étudierons pas la cas des distributions de Put "Tender Put".

² Sur le marché français, les offres publiques prennent uniquement la forme d'offres à prix fixe : O.P.R.A.

³ Source : MODIGLIANI, F & MILLER, M H. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, n° 3, pp. 261-297, June 1958.

Soit l'entreprise TOTAL, dont le flottant est composé de 100000 actions d'une valeur unitaire de 50 € et qui a un excédent de liquidités de 500000 €. Elle aura la possibilité de :

1) Payer un dividende extraordinaire du montant de cette somme, ce qui représente un dividende de 5 € par action. De ce fait, après versement de ce dividende, les actions TOTAL devraient être traitées au prix de 45 €, ainsi la valeur de marché des actions sera de 4500000 €.

2) Racheter à prix fixe une partie de ses propres actions. Imaginons que TOTAL procède à une offre de rachat d'actions à un prix fixe de 50 € pour une quantité de 10000 titres, le nombre total de titres en circulation sera alors de 90000 et le prix de l'action après rachat sera toujours de 50 €, ce qui fixera la valeur de marché des actions à 4500000 €.

Dans les 2 cas, la valeur de marché des actions après opération sera de 4500000 €. Cet exemple, résumé dans le tableau ci-dessous, met en exergue, que dans le cadre d'un marché parfait, tout investisseur sera effectivement indifférent entre un versement de dividendes et un rachat d'actions.

	Par action	Total
Quantité de dividendes	1	100000
Dividende Proposé	5 €	500 000 €
Valeur de marché des actions après paiement du dividende	45 €	4 500 000 €

Quantité d'actions à racheter		10000
Prix de rachat	50 €	500 000 €
Valeur de marché des actions après le rachat d'actions	50 €	4 500 000 €

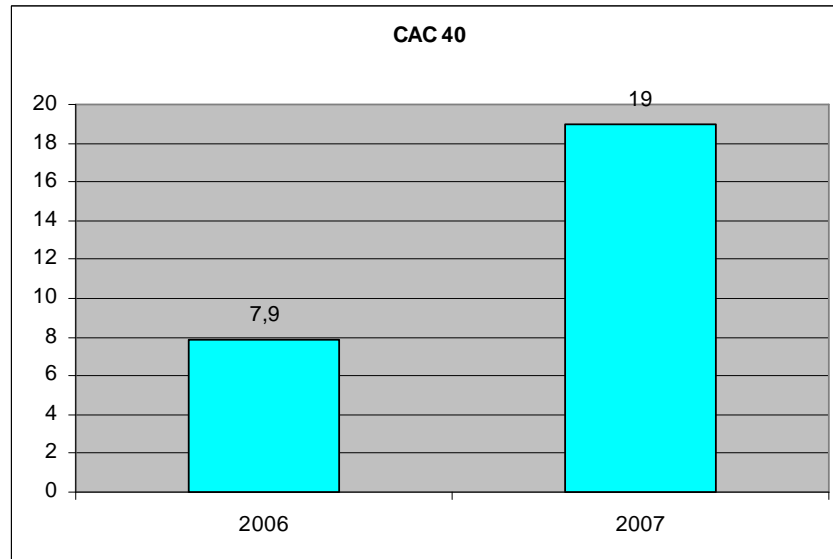
Toutefois, dans la réalité, rachat d'actions et dividendes, ne constituent pas un substitut parfait, notamment, du fait des contraintes spécifiques qui leur sont appliquées. De même, d'un pays à l'autre, les procédures de rachats d'actions peuvent présenter des divergences, à la fois dans les textes législatifs qui les régissent comme dans la pratique. A ce propos, nous pouvons rappeler, qu'historiquement, jusqu'à 1998⁴, les rachats d'actions, peu répandues en France⁵, étaient

⁴ En France, la loi du 2 juillet 1998, inspirée du « Rapport Esambert », a supprimé le principe d'interdiction de l'achat de ses propres actions par une société, et a autorisé les rachats d'actions dans une limite de 10% du capital social, permettant ainsi aux entreprises de mettre en oeuvre de véritables programmes de rachat d'actions et de satisfaire à la nécessité d'une gestion économique et financière du capital. + Voir Préambule p.7

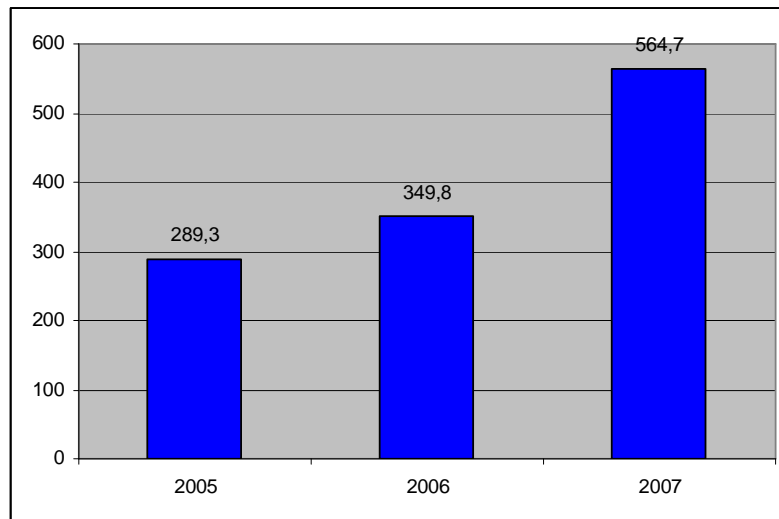
⁵ Voir Annexe 1

utilisés comme des techniques de restructuration de capital ou de radiation de la cote alors que dans les pays anglo-saxons, la théorie de la signalisation était vérifiée. Néanmoins, depuis 10 ans, la France tente de combler son retard. En effet, tout comme dans les pays Anglo-saxons, les rachats d'actions prennent de l'importance face aux dividendes. Pour témoin, nous pouvons évoquer les derniers chiffres qui sont éloquentes.

Les rachats d'actions en France : en milliards d'euros (rachat net d'actions)⁶



Les rachats d'actions aux Etats-Unis : en milliards de dollars⁷



Les graphiques ne concernent que les transactions visant plus de 5 % du capital ou visant plus de 3 % avec une valeur supérieure à 1 milliards.

⁶ Source : Verminem

⁷ Source : « Les Echos » / Source : Thomson Financial

Comme nous pouvons le constater, l'année dernière, les sociétés du CAC 40 n'ont pas hésité à abuser des procédures de rachat d'actions ; en effet, le montant des rachats net d'actions a plus que doublé. Il est passé de 7,9 milliards d'euros en 2006, à 19 milliards en 2007 ; Arcelor-Mittal étant le premier groupe du CAC 40 dans ce domaine. Néanmoins, l'utilisation des procédures de rachats d'actions en France est une tendance nouvelle et de ce fait les chercheurs ne disposent pas d'autant de données que pour les marchés Américains et Britanniques. C'est pourquoi, dans notre analyse, nous utiliserons majoritairement des références Anglo-Saxonnes.

Dans le préambule, nous commencerons par présenter les différentes modalités associées à une procédure de rachat d'actions en France. Ensuite, nous recenserons les motivations à l'origine des versements de dividendes et des rachats d'actions. Nous montrerons également, quel est l'impact de ces deux politiques sur la structure des cours boursiers. Puis, nous examinerons les tendances de fond, à savoir si historiquement, les entreprises privilégient les versements de dividendes ou bien les rachats d'actions. Et pour finir, nous tenterons de déterminer si les politiques de versement de dividendes ont encore un rôle à jouer dans la redistribution des liquidités.

Préambule

En France, avec la loi du 2 juillet 1998, le législateur a profondément modifié les caractéristiques des rachats d'actions en affirmant deux principes fondamentaux nouveaux :

- le principe de liberté des rachats d'actions
- le principe de non soumission d'un rachat d'actions à une réduction de capital

Cela a permis d'ouvrir la voie à des rachats d'actions à des fins de gestion financière pure. Dès lors, le rachat d'actions institué par la loi du 2 Juillet 1998 est très fréquemment qualifié de « rachat d'actions aux fins de gestion financière » ou encore « à des fins de gestion des fonds propres ».

Afin d'avoir le droit de racheter ses propres actions, une entreprise devra respecter un certain nombre de règles⁸ :

1) L'entreprise souhaitant procéder à des rachats d'actions doit obligatoirement être cotée sur un marché réglementé.

2) Une procédure de rachat d'actions engagée par une entreprise ne doit pas avoir pour conséquence d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur à celui du capital social augmenté des réserves non distribuables. De plus, Il est nécessaire que l'entreprise détienne au terme de l'opération un montant de réserves, outre la réserve légale, au moins égal à la valeur des actions qu'elle possède.

3) En fin la dernière règle consiste à interdire les achats d'actions par une personne agissant pour le compte de la société.

L'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires

Par ailleurs, il faut également souligner que le législateur a décidé d'encadrer fermement les procédures de rachat d'actions et pour cela, il a choisi de donner plus de pouvoir à l'Assemblée générale des actionnaires. En effet, lors de l'AGO des actionnaires, ces derniers devront :

- Définir clairement les objectifs de la procédure de rachat d'actions
- Définir les modalités de l'opération à venir à savoir :
 - la durée (18 mois Maximum)
 - le volume (10 % Maximum)
 - le sort des titres achetés

⁸ Source : MORTIER, R. « Le rachat par la société de ses droits sociaux », Nouvelles Bibliothèques de Thèses, Vol. 27, pp.180-345, 2003.

La communication avec l'AMF

De même, afin d'éviter les abus et les pratiques frauduleuses, le législateur en accord avec la COB (aujourd'hui l'AMF) a imposé aux sociétés de remplir certaines modalités :

- En vertu du règlement COB n° 98-02, il est obligatoire pour une société désirant effectuer un rachat de ses propres actions « d'établir une note d'information soumise au visa de l'AMF, préalablement à l'Assemblée appelée à statuer sur un éventuel programme de rachat ».

- De même, le règlement COB n° 98-03 stipule que les interventions ne « sont effectuées [que] par un seul intermédiaire par séance de bourse », « elles ne peuvent être réalisées à un prix supérieur au cours de Bourse quand les transactions sont réalisées par cession de bloc », enfin, elles doivent être « situées à l'intérieur de la fourchette définies par le cours le plus bas et le cours le plus élevé atteint au cours de la séance de bourse ». Par ailleurs, au cours de la réalisation du programme, les sociétés procédant à un rachat de leurs propres titres doivent informer mensuellement l'AMF de l'avancement du programme en indiquant notamment, le nombre d'actions achetées ainsi que leur coût moyen pondéré depuis la mise en application du programme. Il convient également de rajouter que les actionnaires détenant plus de 10% du capital, ainsi que les dirigeants de l'entreprise sont aussi tenus d'informer mensuellement l'AMF du nombre de titres qu'ils auront éventuellement cédés.

- On peut rajouter que dans l'éventualité où la société décide de lancer une procédure de rachat d'actions dans le but d'annuler des titres, l'entreprise aura l'obligation d'en faire mention à l'AMF en incluant les caractéristiques de l'offre ; c'est-à-dire le nombre de titres à annuler et la date d'annulation.

Après avoir détaillé les règles à suivre dans le cadre d'une opération de rachats d'actions, nous allons nous examiner quelles sont les motivations à l'origine de telles procédures.

I) Les motivations à l'origine des rachats d'actions et des versements de dividendes

1) Les motivations à l'origine des rachats d'actions

a) Profiter des opportunités de marché

Compte tenu de l'excès de réaction caractéristique des marchés financiers, les dirigeants dont le principal souci est de maximiser la valeur fondamentale de l'entreprise, peuvent mettre à profit les erreurs de valorisation des investisseurs pour procéder à des opérations financières opportunistes. STEIN (1996) a fourni un cadre d'analyse dans le but de prédire le timing des émissions et des rachats d'actions par les entreprises. Dans son modèle, il a démontré que lorsque les investisseurs sont relativement optimistes sur la valeur de l'entreprise, les dirigeants rationnels procèdent à l'émission de nouveaux titres pour profiter de la survalorisation. Et inversement, quand le cours est exagérément bas, les dirigeants mettent en œuvre des rachats d'actions à moindre coût. D'un point de vue empirique, les données semblent confirmer les prédictions du modèle à savoir qu'au niveau agrégé, le volume des rachats d'actions est négativement corrélé avec la valorisation des marchés et le volume des émissions d'actions est positivement corrélé avec la valorisation des marchés. Par ailleurs, dans le même genre, certaines études démontrent une volonté et une habileté des dirigeants à profiter des cycles de marché. Celles – ci mettent en exergue que les différences de valorisation mesurées notamment par le multiple de l'actif net, approximent les politiques d'émission et de rachats d'actions. Les entreprises fortement valorisées émettent des titres tandis que les entreprises faiblement valorisées ont tendance à racheter leurs actions. Comme au niveau agrégé, on constate que les rendements sont faibles après les émissions nouvelles, LOUGHRAN et RITTER (1995), et importants après les rachats, IKENBERRY, LAKONISHOK et VERMAELEN (1995). Ces derniers ont en effet, étudié les rendements des firmes suite à l'annonce des rachats d'actions sur la période 1980 – 1990, et ont trouvé un rendement anormal positif moyen de 12,1% sur les 4 ans suivant l'annonce du rachat.

b) Le rachat d'action : un signal informatif sur la valorisation et les perspectives de l'entreprise

Comme nous l'avons déjà évoqué, les dirigeants ne pourront conserver leur actionnariat qu'à condition de faire la démonstration d'une gestion optimale de l'entreprise. Cela suppose qu'à tout moment, les dirigeants doivent être en mesure d'envoyer des signaux aux actionnaires pour les informer sur la situation financière de l'entreprise. La théorie du signal, qui a pour objectif de conceptualiser l'effet des décisions managériales sur l'information des actionnaires, a démontré qu'il existe des signaux permettant de réduire l'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants et par conséquent de réduire les problèmes liés à celle-ci. C'est en cela que l'opération de rachat d'actions prend alors la forme d'un outil de communication financière. Le rachat d'actions peut alors être interprété comme le signe que les dirigeants anticipent une évolution favorable des bénéfices futurs ou bien comme le signe d'une sous valorisation de l'entreprise. A ce propos, nous pouvons citer le cas de la société UBIQUS qui a lancé, en Avril 2003, un programme de rachat d'actions avec une prime de 35 %, l'objectif étant de prouver au marché la bonne santé de l'entreprise.

c) Le rachat d'actions permet de bénéficier d'avantages fiscaux par rapport aux dividendes

Le fait qu'il existe des règles fiscales spécifiques, favorables aux rachats d'actions peut être une des raisons évoquée pour expliquer la préférence des entreprises pour cette politique de redistribution de liquidités. Selon plusieurs études empiriques, il semble que le régime fiscal, favorise effectivement les procédures de rachats d'actions au détriment des versements de dividendes. En ce qui concerne le Royaume Unis, RAU et VERMAELEN (2002) qui ont étudié précisément les programmes de rachats d'actions sur la période 1985-1998, ont montré qu'il existait un lien entre le degré d'imposition et le volume des rachats d'actions. Par exemple, ils ont observé qu'à partir de 1994, moment où la fiscalité était plus favorable aux rachats d'actions, avec l'avènement de ce qu'on appelle l' « agency buyback⁹ », le nombre d'annonce de rachats d'actions a augmenté significativement. Puis en Octobre 1996, suite à l'harmonisation de la fiscalité entre dividendes et rachats d'actions, la croissance de rachats d'actions s'est ralentie. Le cas Américain peut lui aussi être mentionné ; en effet, aux Etats-Unis, depuis 2003, les dividendes en espèces ainsi que les gains en capital sont taxés à un taux maximal de 15 %, toutefois les programmes de rachats d'actions offre une meilleure flexibilité. Lors d'un programme de rachat d'actions, les actionnaires ne sont pas obligés de se porter contrepartie et de vendre leurs actions, de ce fait, ils ont la possibilité de ne pas être imposé immédiatement ; tant qu'ils n'ont pas vendu et réalisé de plus values, ils ne peuvent être imposés. Cette préférence pour les rachats d'actions est notamment vérifiée pour les investisseurs individuels qui ont un poids important dans la détermination de la politique de distribution des entreprises. Ces derniers sont confrontés en permanence à un arbitrage entre rachat d'actions et dividendes. Dans cette logique, une étude menée par LEWELLEN, STANLEY, LEASE et SCHLARBAUM (1978), montre que dans le cas où les investisseurs individuels sont imposés différemment en fonction de leur niveau de revenu et d'autres paramètres sociaux, ces derniers ne vont pas choisir le même type d'actions ; à savoir, les investisseurs individuels, faiblement imposés, préféreront les actions à haut dividendes, alors que ceux qui seront fortement imposés, auront tendance à choisir les actions à faibles dividendes. Le tableau ci-dessous répertorie leurs résultats :

Décile	Taux de dividendes (% par année)	Taux marginaux d'imposition ¹⁰ (%)
1	7,9	36
2	5,4	35
3	4,4	38
4	3,5	39
5	2,7	38
6	1,8	41
7	0,6	40
8	0,0	41
9	0,0	42
10	0,0	41

⁹ Il s'agit d'un mécanisme inventé par les banques d'investissement et qui avait pour but de rendre plus attractif les rachats d'actions en diminuant les taxes.

¹⁰ Dans leur étude, LEWELLEN, STANLEY LEASE et SCHLARBAUM utilisent 3 méthodes pour calculer le taux d'imposition, les résultats étant presque similaires, nous avons gardé ceux correspondant à leur définition 'Tax1'.

Cette étude apparaît comme très intéressante dans la mesure où elle met bien en évidence la sensibilité des investisseurs individuels aux variations des conditions d'imposition.

d) Le rachat d'actions, une alternative au manque de possibilités d'investissement

Le rachat d'action signale avant tout la présence de liquidités excédentaires ''*free-cash flow*¹¹'', signal qui peut être interprété de manière multiple. En règle générale, le rachat d'actions témoigne souvent d'un manque d'opportunités de croissance et de potentiel de développement de la firme. De ce fait, certaines entreprises procéderont à des rachats d'actions parce qu'elles disposent de liquidités non utilisées, manquant ainsi de projets d'investissement à VAN positive dans laquelle engager leurs fonds. A noter qu' il n'y a de politique d'autofinancement satisfaisante qu'à condition que l'entreprise investisse ses fonds à un taux de rentabilité supérieur ou égal au coût moyen pondéré du capital, qui est le coût de l'argent mis à la disposition de l'entreprise, sinon il y a destruction de valeur et il est alors préférable de redistribuer cet euro. Dès lors, la société peut considérer que la rentabilité issue d'une trésorerie en produit monétaire s'avère insuffisante en période de taux d'intérêt peu élevés et donc préfère racheter ses propres titres pour les annuler. En effet, on a constaté que la forte baisse des taux aux Etats-Unis dans les années 1990, était corrélée avec l'expansion des rachats d'actions. Ce schéma revêt plutôt un caractère négatif car il souligne l'incapacité des dirigeants à développer des projets rentables pour l'entreprise, et d'autre part, il ne faut pas oublier que la redistribution de la trésorerie peut s'avérer dangereux dans la mesure où l'entreprise se prive de sa capacité de croissance externe. En revanche, une opération de rachat d'actions peut revêtir un caractère positif, dans l'hypothèse où elle permet de redistribuer des liquidités, qui, si elles étaient restées dans l'entreprise, auraient peut être été utilisées à mauvaise escient, i.e affectées à des dépenses somptuaires, sans rapport avec les besoins de la firme.

e) Rachats d'actions et relation d'agence

Appréhender l'impact d'une opération de rachat sur les composants de l'entreprise, c'est avant tout comprendre l'apport de la théorie de l'agence. La théorie de l'agence est une théorie d'origine anglo-saxonne, dans la lignée des travaux de JENSEN et MECKLING. Cette théorie met en avant les problèmes de convergence qui peuvent exister entre les actionnaires, les créanciers et la direction. Même si ces derniers constituent des sociétés avec l'objectif commun de réaliser des profits, à terme, il se peut qu'une de ces parties s'enrichissent au détriment des autres. Une opération de rachat d'actions modifie donc les relations entre les différentes parties ; elle peut être source de réduction des conflits et donc aller dans le sens de l'intérêt général de l'entreprise, ou bien au contraire, être une source de conflits supplémentaires et grever la valeur de l'entreprise par des coûts d'agence supplémentaires. Pour ce qui est de la réduction des conflits, nous pouvons rappeler que le financement des rachats d'actions par endettement peut avoir pour objectif de discipliner les dirigeants. En d'autres mots, la pression financière

¹¹''Free Cash Flow'' est une notion développée par JENSEN (1986) et qui renvoie à l'excédent de trésorerie dont dispose l'entreprise une fois qu'elle a financé tous les projets d'investissements rentables.

engendrée par l'effet de levier va inciter les dirigeants à maximiser la valeur de l'entreprise pour faire face aux échéances de la dette. NOHEL et TARHAN (1998) ont montré que les investisseurs réagissent favorablement suite à l'annonce des procédures de rachats d'actions, car elles permettent de réduire les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. En revanche, les rachats d'actions peuvent aussi être source de conflits, si on se réfère à l'exemple des créanciers et actionnaires. Les créanciers souhaitent que les actionnaires laissent un maximum de liquidités au sein de l'entreprise afin qu'il puisse en rester suffisamment pour les rembourser en période de crise. Inversement, les actionnaires qui veulent prendre un minimum de risques, veulent les retirer le plus rapidement possible. Les dirigeants ont le pouvoir de trancher et au nom des actionnaires, ils pourraient se lancer dans des procédures de rachat d'actions uniquement dans le but de détourner ces liquidités des créanciers.

Ainsi, les rachats d'actions peuvent être perçus comme un moyen, de transférer la valeur des créanciers vers les actionnaires, ou de protéger les actionnaires contre les dérives des dirigeants.

f) Modification géographique de l'actionnariat et arme anti – OPA

Le choix pour l'entreprise de racheter ses propres actions influence la structure de l'actionnariat de l'entreprise. MASULIS (1980), note que contrairement aux distributions de dividendes qui n'ont aucune incidence sur la répartition des actions détenues par les actionnaires, les rachats d'actions ont pour conséquences de réduire le nombre d'actions en circulation dans le public. Ils affectent également la part d'actions détenues par les actionnaires, ceux participant à l'offre verront leur emprise sur la firme diminuée, par rapport à ceux qui n'y participeront pas. Dans cette optique, les rachats peuvent avoir plusieurs objectifs, à savoir faciliter la sortie d'un des principaux actionnaires, débloquer des participations croisées ou bien favoriser la concentration du capital entre les mains des dirigeants. STULZ (1998) s'est intéressé à ce dernier point et a montré que la concentration du capital entre les mains des dirigeants est en mesure de rendre plus difficile une offre publique d'achat.

Les marchés financiers sont adeptes des OPA dans la mesure où de telles opérations apportent souvent aux actionnaires une plus-value immédiate, et normalement des perspectives de rendement bien supérieures en raison des synergies attendues. Cependant, les dirigeants ne sont pas forcément d'accord avec les actionnaires et peuvent se sentir menacés par le risque d'une prise de contrôle hostile. Plus largement, la prise de contrôle est souvent perçue comme une menace pour la pérennité de l'efficacité de l'entreprise et les dirigeants qui, à défaut de trouver un allié, sont alors tentés de verrouiller le capital. Les opérations de rachat d'actions s'inscrivent alors en phase avec cette stratégie défensive. En effet, d'une part, le nombre d'actions présentes sur le marché diminue d'autant, ce qui parfois suffit à faire échouer une OPA, et d'autre part, l'opération permet de recentrer l'actionnariat sur les blocs d'actionnaires existants. Toutefois, cet argument doit être nuancé dans la mesure où aucune opération sur le capital ne peut être activée après l'annonce d'une opération de prise de contrôle tel que l'OPA. Le rachat d'actions doit donc s'opérer par anticipation d'une probable OPA en renforçant le contrôle de la firme, et en diminuant la vulnérabilité boursière de l'entreprise.

g) Un moyen de lisser les cours

Depuis 2007 et l'avènement de la crise des sub-primes, on observe que l'ensemble des places boursières, dont le CAC 40, est en replis. D'autre part, il faut noter que ce mouvement baissier s'est accompagné d'une grande volatilité. De ce fait, cette constatation nous amène à nous demander si les rachats d'actions n'ont pas été un moyen pour les entreprises de lisser les cours afin que les actionnaires ne soient pas trop déçus des performances boursières des firmes et ne vendent à leur tour leurs titres, entraînant un mouvement spéculatif (à la baisse). Cette hypothèse pourrait notamment expliquer pourquoi les rachats d'actions effectués par les sociétés du CAC 40 ont plus que doublé en 2007.

Après avoir recensé les motivations à l'origine des rachats d'actions, nous allons maintenant voir quels sont les déterminants qui peuvent pousser les dirigeants des entreprises à verser des dividendes.

2) Les motivations à l'origine des versements de dividendes

a) Le dividende est lui aussi un signal informatif

Miller et Modigliani (1961) sont les premiers à émettre l'idée suivant laquelle le dividende pourrait être apprécié non pas par lui-même, mais par le message qu'il porte. Comme nous avons pu le voir, cette idée a été étendue ensuite à d'autres décisions financières telles que les rachats d'actions. Ainsi, le versement de dividendes apparaît comme l'une de variables les plus utilisées par les entreprises pour exprimer leur optimisme vis-à-vis des flux futurs de revenus, GILLET (2001). Cet aspect des dividendes a fait l'objet de diverses études empiriques qui ont mis en évidence le rôle informatif des dividendes à travers des modèles d'asymétrie d'information. Nous pouvons faire référence au modèle de JOHN et WILLIAMS (1995) dans lequel les dividendes sont utilisés pour signaler la valeur des sociétés. Dans ce modèle, si la demande de trésorerie au sein de la société est supérieure à l'autofinancement, les dirigeants distribuent des dividendes. Ce dernier révèle aux investisseurs la valeur de la société, donnée par la valeur actualisée de ses "cashflows" anticipés. Dans ce modèle d'équilibre avec signal, le coût de "dissuasion" est l'impôt proportionnel sur les dividendes. Ce coût doit être suffisamment dissuasif pour obliger les dirigeants à communiquer l'information réelle sur la société.

b) Le versement de dividendes ou l'absence d'investissements rentables

De la même manière que les rachats d'actions, les dividendes sont un signal de liquidités excédentaires et leur versement peut être soumis à diverses interprétations. D'une part, les actionnaires peuvent juger que les dirigeants ne font plus preuve de créativité, ils n'ont pas l'opportunité d'investir dans des projets à VAN positive et n'ont d'autres solutions que de reverser les liquidités accumulées. D'autre part, dans le cas où il n'y a pas d'opportunités, il est préférable de redistribuer les excédents de trésorerie aux actionnaires, afin qu'ils ne soient pas dilapidés à des fins inutiles.

c) Dividendes et relation d'agence

Comme on a l'observé auparavant, les intérêts des actionnaires, créanciers et dirigeants ne convergent pas toujours ; l'une des parties voulant souvent s'enrichir au détriment des autres. Les dividendes peuvent alors être utilisés afin de réduire les conflits potentiels entre ces 3 acteurs. A ce sujet, nous pouvons citer l'étude menée par EASTERBROOK (1984). Ce dernier a montré que lorsque les dirigeants se sont engagés à verser une politique régulière de dividendes, ils sont forcés de faire le nécessaire pour trouver les fonds, ce qui peut impliquer des emprunts supplémentaires. Or ces emprunts ne peuvent être accordés que si des procédures d'audit et de contrôle de gestion sont respectées. De ce fait, le versement de dividendes peut être interprété comme mécanisme visant à contrôler les actions des dirigeants. Inversement, les dividendes peuvent être à l'origine de conflits. A ce propos, nous pouvons reprendre l'exemple des actionnaires et créanciers. Comme nous l'avons déjà évoqué, les dirigeants agissant au nom des actionnaires pourraient se mettre à payer des dividendes uniquement dans le but de détourner des liquidités des créanciers. Du point de vue de la littérature, DEANGELO et DEANGELO (1990) ont découvert que les sociétés en détresse financière sont réticentes à supprimer les dividendes. Ces derniers ont étudié le comportement de 80 firmes listées sur le NYSE et ayant expérimenté des difficultés financières sur la période 1980-1985. Ils ont notamment répertorié les dividendes versés par les entreprises, chaque année pendant les 10 ans qui ont précédé la période de difficultés et les ont comparé aux dividendes versés pendant les 5 années de crises. Ils ont constaté que malgré les difficultés auxquelles elles sont confrontées, les entreprises ne sont pas prêtes à stopper de manière radicale le versement des dividendes.

d) Attirer des investisseurs institutionnels

Les dividendes peuvent avoir pour fonction d'attirer des investisseurs institutionnels et cela pour différentes raisons. La première est relative à la fiscalité. ALLEN, BERNARDO et WALLEN (2000), ont montré que dans le cas des Etats-Unis, les investisseurs institutionnels bénéficient d'une fiscalité plus favorable que les investisseurs individuels. Ils ont donc distingué deux types d'investisseurs à savoir les "*untaxed institutions*" et les "*taxed individuals*" et ont montré que la proportion d'actions versant des dividendes, détenues par les investisseurs institutionnels, avait augmenté significativement depuis 1990. Par ailleurs, il faut noter que les dividendes sont aussi appréciés par les investisseurs institutionnels en raison de la rigueur financière qu'ils imposent aux dirigeants qui sont contraints de choisir avec soin comment ils investissent le capital de l'entreprise. Pour finir, il faut souligner qu'un mélange d'investisseurs institutionnels et individuels peut permettre à une société de se financer à un coût plus faible grâce à la possibilité pour la société d'atteindre un marché plus large

e) Un moyen de fidéliser l'actionnariat

Il est nécessaire de souligner que la politique de dividendes constitue un élément déterminant de la composition d'un actionnariat ; une absence de dividendes peut conduire à une faible fidélité des actionnaires qui doivent régulièrement vendre une partie de leurs actions pour faire face à leurs besoins de liquidités et, à l'inverse, une politique de distribution régulière, généralement

trimestrielle aux Etats-Unis, permet aux actionnaires de recevoir un revenu immédiat ce qui va de paire avec un actionariat stable.

D'autre part, afin d'assurer la stabilité de leur actionariat, les dirigeants peuvent recourir à ce que l'on appelle une majoration des dividendes. Pour fidéliser leur actionariat, certains dirigeants font valoir statutairement la perspective d'un dividende majoré. Cette majoration est proposée aux seuls actionnaires qui détiennent les titres d'une société depuis une certaine période, par exemple, 2 ans.

3) Conclusion

Nous avons vu que les motivations à l'origine des versements de dividendes et des rachats d'actions ne sont pas toujours les mêmes, chacun ayant des caractéristiques propres. Toutefois, alors que le versement de dividendes apparaît comme une opération répétitive, le rachat d'actions est perçu comme une opération ponctuelle, qui offre beaucoup plus de flexibilité. En effet, les dividendes sont égaux et s'imposent à tous les actionnaires, tandis que les rachats d'actions ne sont pas imposés aux actionnaires et ces derniers n'y participent que s'ils y ont un intérêt particulier. En revanche, on ne peut négliger le fait que les opérations de rachat d'actions et de versement de dividendes peuvent se révéler être de formidables outils pour l'entreprise face aux contraintes de marché toujours plus fortes et nombreuses à tous les niveaux. De plus, ils peuvent être utilisés afin de concilier les objectifs des dirigeants et actionnaires. Nous allons maintenant nous intéresser à l'impact de ces deux politiques sur la structure des cours boursiers et voir si il peut y avoir éventuellement création de valeur.

II) Quel est l'impact des rachats d'actions et des versements de dividendes ?

Comme nous l'avons vu dans l'introduction, d'un point de vue théorique, si l'on se base sur les travaux de MILLER et MODIGLIANI (1958), dans le cadre d'un marché parfait, c'est-à-dire un marché marqué par une absence de fiscalité, d'effet d'information ou de transfert de richesse, les actionnaires sont indifférents entre rachats d'actions et versements de dividendes, de même nous pouvons ajouter que ces deux politiques ne peuvent en aucun cas être créatrices de valeur. Néanmoins, la réalité est bien différente, et on observe des comportements plus ou moins différents des investisseurs face à l'outil de gestion financière utilisé par l'entreprise.

1) Impact des rachats d'actions sur la structure des cours boursiers

Nous allons analyser, au travers d'études empiriques, les réactions des cours boursiers suite aux annonces des différents types de rachat d'actions. Nous allons commencer par les opérations de ramassage en bourse.

a) Le ramassage en bourse

Les opérations de ramassage en bourse constituent le mode de rachat d'actions le plus répandue. Parmi les premiers auteurs à s'être intéressé à l'impact de ce mode de rachat sur la structure des cours boursiers, nous pouvons citer DIELMAN, NANTEL et WRIGHT (1980), qui ont étudié, pour échantillon de 97 observations, la réaction des cours suite à une opération de rachat d'actions par ramassage boursier sur la période 1957-1974, et n'ont noté aucune réaction particulière des cours.

Toutefois, un an plus tard VERMAELEN (1981) a remis en cause ses constatations. En effet, il a réalisé une étude sur un échantillon de 243 rachats d'actions par ramassage boursier, effectués sur la période 1970 – 1978 par 198 firmes du NYSE et a mis en évidence l'existence d'une réaction positive des cours de l'ordre de 3,5 % au moment de l'annonce. Par ailleurs, sur son échantillon, VERMAELEN a observé une décroissance de la rentabilité des actions d'environ 7 % sur une période de 3 mois avant l'annonce. Puis, après la date d'annonce, il souligne que cette décroissance n'est plus que de 1,31% et n'est pas statistiquement significative.

Par la suite, une étude effectuée par COMMENT et JAREL (1991) sur un échantillon de 1197 *''common stock repurchase authorizations''*, sur la période 1985-1988, a montré de fortes similitudes avec l'étude de VERMAELEN. On peut visualisé, sur le graphique de l'annexe 2, que la valeur des actions a tendance a diminué durant les 50 jours précédents l'opération de ramassage boursier, puis on observera un rebond significatif le jour de l'annonce et dans une moindre mesure les jours suivants. Par ailleurs, ils ont aussi soulevé un autre point intéressant, à savoir que les entreprises qui se sont proposées de racheter plus de 10 % de leurs propres actions ont progressé de plus de 5 % (280 observations), tandis que la hausse ne s'élevait qu'à 1,5% pour celles qui se proposaient de racheter moins de 5 % des actions (462 observations). Ces constatations sont présentes sur le graphique de l'annexe 3.

Enfin, FRANZY, RAO et TRIPATHY (1995), ont répertorié 157 observations portant sur des sociétés cotées au NASDAQ de 1983 à 1987 et ont mis en exergue une chute du cours de 12 % pendant les 40 séances précédant l'annonce du plan de rachat, ainsi qu'une hausse de 5,09 % à l'annonce du plan de rachat.

Récapitulatif des études et résultats menés sur les ramassages en bourse

Etude	Marché	Observations	Période	Réaction Annonce
Franzy, Rao et Tripathy (1995)	USA	157	1983-1987	5,09%
Comment et Jarrel (1991)	USA	1197	1985-1988	3,50%
Vermaelen (1981)	USA	243	1970-1978	3,30%
Dielman, Nantel et Wright (1980)	USA	97	1957-1974	NON

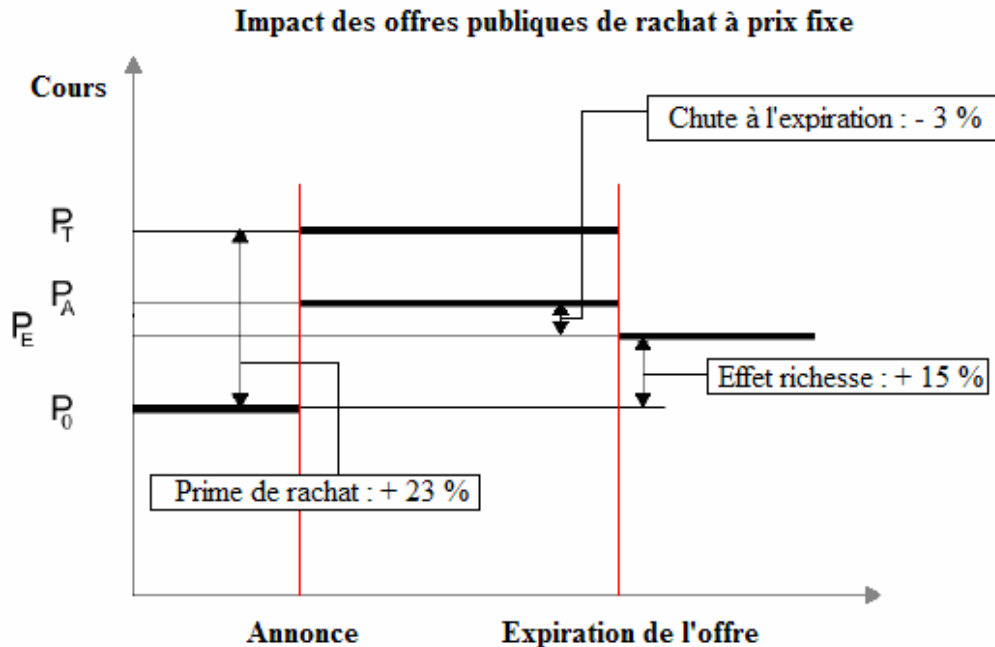
b) Les offres publiques de rachat d'actions à prix fixe

En ce qui concerne les offres publiques de rachats d'actions à prix fixe, nous pouvons commencer en faisant référence à DANN (1981), qui a mené une étude portant sur un échantillon de 143 offres de rachats d'actions à prix fixe, annoncées par 122 entreprises. Les caractéristiques de l'offre proposée par les firmes de l'échantillon révèlent une prime de rachat de 22,46% en moyenne, par rapport à la date précédant l'offre de rachat, et de 20,85% en moyenne par rapport au mois précédant l'annonce de l'offre de rachat. DANN remarque également que les firmes de son échantillon ont en moyenne, cherché à acquérir 15,3% de leurs actions en circulation. Les résultats de l'étude lui permettent de déceler une très forte augmentation, de 15%, de la rentabilité des actions. DANN en conclut que l'impact complet des effets d'annonce n'est que de 3% et que la valeur de la firme augmente donc globalement à l'annonce des offres de rachat.

Un an auparavant, MASULIS (1980) avait identifié une différence de réaction du marché en fonction de la taille de l'opération. Il a trouvé que la réaction est de 23,5% à l'annonce du programme de rachat à prix fixe pour les 79 entreprises les plus importantes, qui se caractérisent par un pourcentage d'actions achetées au-dessus de la moyenne ; contre 12% pour les 120 sociétés dont le pourcentage d'actions rachetées est en dessous de la moyenne.

Enfin, dans l'étude de COMMENT et JARELL (1991), basé sur un échantillon de 97 observations sur la période 1984-1989, la réaction du marché aux annonces d'offres publiques de rachat à prix fixe est confirmée, avec toutefois une ampleur moindre que celle observée dans les études antérieures. La progression des cours est d'environ 11%, avec une chute de 2 % à l'expiration de l'offre.

La réaction moyenne observée du marché aux offres publiques de rachat à prix fixe est schématisée sur le schéma ci – dessous :



Le prix de rachat (P_T) est en moyenne supérieure de 23% au cours antérieur (P_0), le cours après l'annonce (P_A) reste inférieure au prix de rachat (P_T) mais supérieur de 15% au cours affiché avant (P_0). Le cours après expiration de l'offre (P_E) est inférieure de 3% au cours observé durant la période d'offre (P_A)

Source : COPELAND, T & WETSON, J F. « Financial theory and corporate policy », Addison Wesley, p. 522, 1983.

Comme on l'a vu, MASULIS (1980), DANN (1981) ou VERMAELEN (1981) ont trouvé des réactions quasiment identiques.

c) Les offres publiques de rachat selon le principe des enchères à la hollandaise

Les études réalisées sur les offres publiques de rachats selon le principe des enchères à la hollandaise sont peu nombreuses étant donné le faible nombre d'observations dont disposent les chercheurs. A ce propos, nous pouvons reprendre l'étude réalisée par COMMENT et JARREL (1991). Ces derniers ont tout d'abord analysé l'impact des offres publiques de rachat selon le principe des enchères à la hollandaise et les ont ensuite comparé à ceux obtenus lors d'offres de rachat à prix fixe. Sur un échantillon de 72 observations et la période 1984-1989, ils ont trouvé une réaction qualitativement identique mais de moindre ampleur : 8 % pour les enchères à la

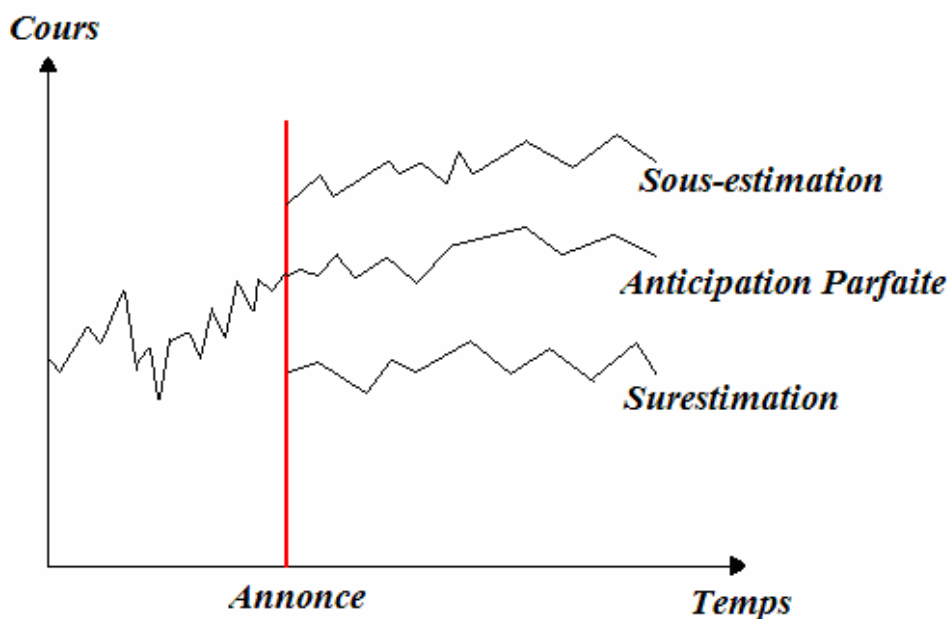
hollandaise contre 11 % pour les offres à prix fixe¹². De même, ils notent une légère progression ensuite : environ 3,5 % (non significativement différente de 0). Ce résultat est important dans la mesure où il sous-entend un signal plus crédible dans le cas des offres publiques. Cela paraît logique étant donné que la prime de rachat dans le cas des offres à prix fixe est plus importante la prime versée lors des enchères à la hollandaise. Le tableau de l'annexe 4 répertorie l'ensemble des résultats et des études menées sur les offres publiques d'achat à prix fixe et les offres publiques selon le principe des enchères à la hollandaise.

Avant d'étudier la réaction des cours boursiers suite au versement de dividendes, il convient de noter que la réaction du marché associée aux annonces des opérations de rachat d'actions, ne dépend pas uniquement du mécanisme du rachat utilisé. Elle est également sensible à plusieurs autres facteurs qui peuvent être liés à l'émetteur, au titre et aux caractéristiques de l'opération.

2) Impact des versements de dividendes sur la structure des cours boursiers

Empiriquement, on constate qu'il existe un consensus concernant les impacts des annonces de versements de dividendes sur la valeur de la firme. Dans le cas d'une politique de versements réguliers de dividendes (sans surprise), les agents sont parfaitement en mesure d'anticiper l'information et de fait, on n'observe aucune fluctuation anormale. A l'inverse, dès lors que le montant du dividende n'est pas correctement anticipé par les agents, on observe des rentabilités anormales qui seront positives dans le cas d'une hausse non - anticipée du dividende et négative dans le cas d'une baisse non – anticipée du dividende. Le schéma suivant, résume assez bien les idées que nous venons de développer :

Réaction des Cours à l'annonce de dividendes



¹² Le graphique reprenant les conclusions de COMMENT et JARREL (1991) est visible en ANNEXE 2.

Du point de vue des études empiriques, nous pouvons faire référence à CALVI - REVEYRON (1999), qui, sur la période 1989-1995 a enregistré 226 annonces de hausses du dividende et 49 annonces de baisses du dividende. Les résultats montrent une réaction statistiquement non nulle du marché au moment de l'annonce d'une variation significative (minimum 10%) du dividende que ce soit à la hausse ou à la baisse. Dans chaque cas, une hausse des dividendes s'accompagne d'une hausse du cours boursier de la firme et inversement. A noter que cette réaction se concentre autour de la date d'annonce en cas de hausses (deux jours avant et trois jours après) alors que le marché réagit le jour de l'annonce de baisses du dividende et les deux jours qui suivent cet événement. Néanmoins, quelle que soit la nature de l'annonce, c'est le jour de l'annonce que la rentabilité anormale est la plus forte.

Dans la même optique, ASQUITH & MULLINS (1983) ont démontré, sur un échantillon de 168 firmes américaines, que le paiement de dividendes et l'augmentation du montant des dividendes distribués avaient un effet positif sur la richesse des actionnaires. Le versement de dividendes apparaît donc comme un signal informatif très puissant. Il transmet directement de l'information aux actionnaires de telle sorte que, dès lors qu'il y a une augmentation du dividende, l'actionnaire va en déduire que les perspectives d'avenir sont plutôt bonnes, dans la mesure où les dirigeants sont assez confiants pour se démunir d'une partie de leur trésorerie, et inversement en cas de baisse du dividende.

3) Conclusion

Au travers de notre analyse, nous avons vu que l'effet de signalisation, véhiculé, à la fois par les rachats d'actions et dividendes était confirmé. Pour ce qui est de la comparaison entre rachat d'actions et dividendes, nous pouvons nous référer à l'étude de CHHACHHI & DAVIDSON (1997), qui, en comparant la réaction du marché à l'annonce d'une distribution de dividendes spéciaux, à celle d'une offre publique de rachat à prix fixe, ont remarqué une faible réaction positive du marché pour les premiers, et une forte réaction pour le second. Cette affirmation a été confirmée par CHOISENG & SYAN (1997). En effet, leur étude conclut que les prévisions à la hausse à court et long terme des analystes financiers sont en moyenne plus fortes suite à une annonce d'une offre publique de rachat, suivies d'une décroissance permanente du risque systématique¹³ de la firme, contrairement à l'annonce d'une augmentation de dividendes. Pour ces auteurs, le rachat de ses propres actions par une firme véhicule donc plus d'information qu'une augmentation de dividendes.

¹³ Rappelons que le risque systématique est celui dit de marché, que subit tout investisseur lorsqu'il investit sur le marché.

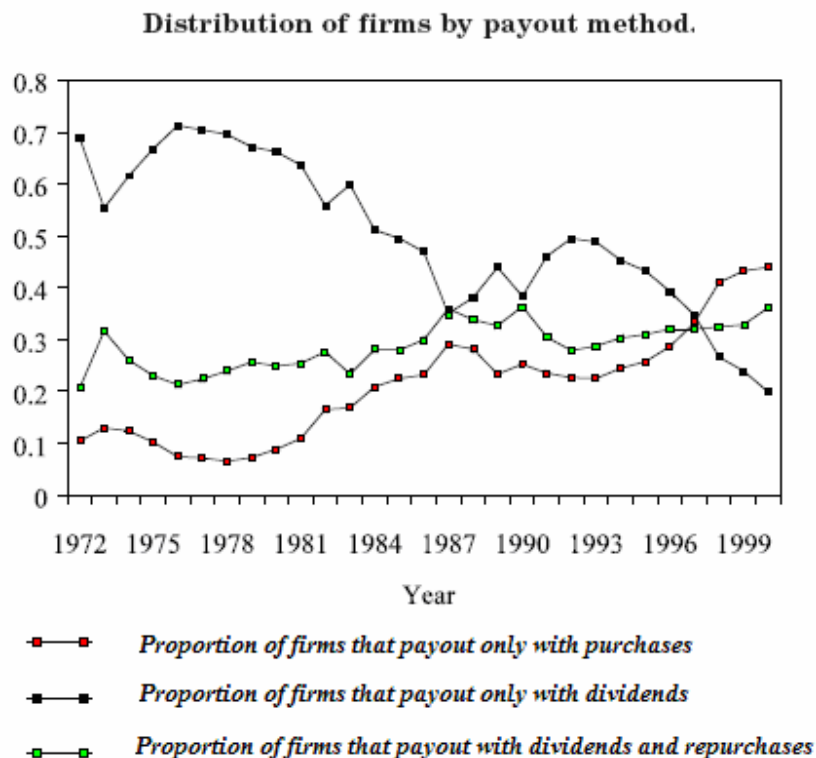
III) Du versement de dividendes aux rachats d'actions

1) Evolution des politiques de rachat d'actions et de dividendes

Pendant de nombreuses années, les dividendes étaient l'outil le plus utilisé par les entreprises pour distribuer aux actionnaires les excédents de trésorerie. Toutefois, cette tendance s'est nettement inversée, particulièrement aux USA. En effet, une étude réalisée par DITTMAR et DITTMAR (2002), a mis en évidence que la proportion des bénéfices versée sous forme de dividendes est passée d'un maximum de 55,6 % en 1991, à un seuil de 26,5 % en 1999. Sur la même période, ils constatent que pour la première fois, la valeur en dollars des rachats d'actions a surpassé la valeur des dividendes. Ainsi, ils voient dans les rachats un substitut potentiel en tant qu'outils de versements de revenus réguliers :

« The evidence documents a dramatic change in aggregate payout policy and requires us to rethink our definition of future firm expected firm distributions », Robert DITTMARD, says.

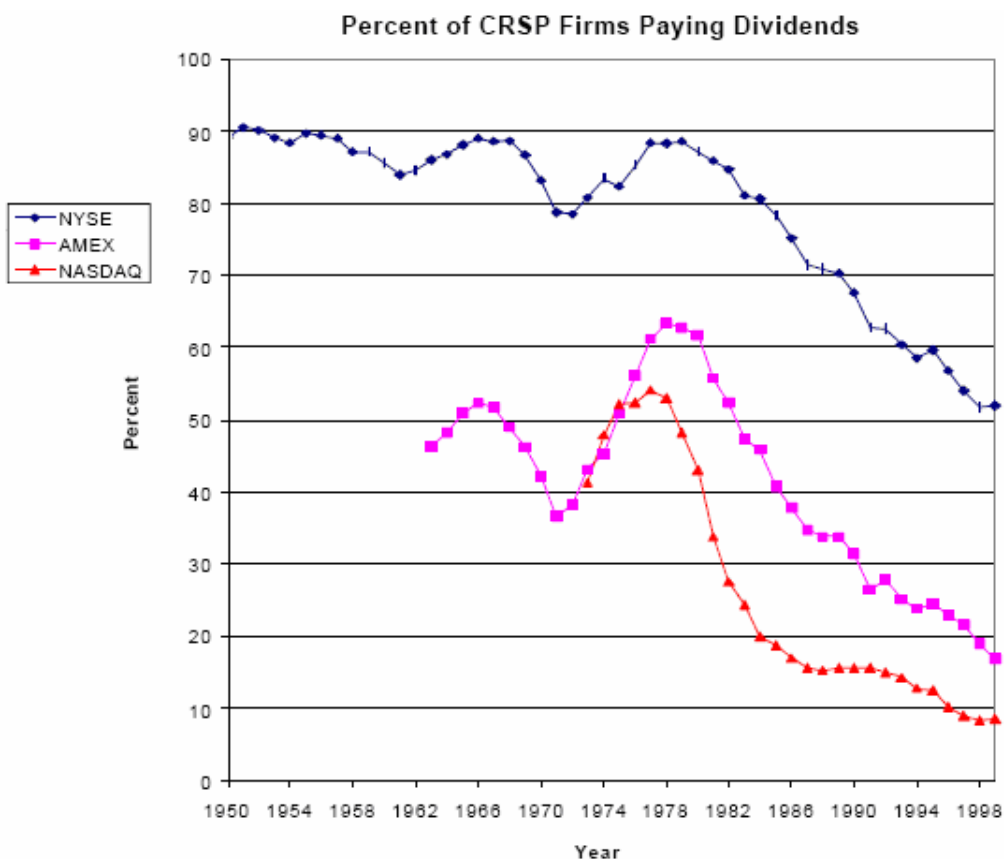
L'étude publiée la même année, par GRULLON et MICHAELY (2002), confirme ces observations. En effet, ils ont constitué un échantillon regroupant au total 15843 firmes et 134646 observations sur la période 1972-2000, et ont observé à la fois une diminution des versements de dividendes et une augmentation significative des opérations de rachat d'actions. Leurs résultats sont résumés sur le graphique ci-dessous :



Source : GUSTAVO, G & RONI, M. « Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis », *Journal of Finance*, Vol. 57, n° 4, pp. 1649-1684, August 2002.

Comme on peut le voir, la proportion de firmes versant "uniquement" des dividendes a largement diminué sur la période (1972-2000), passant d'environ 70 % en 1972 à environ 20 % en 2000. A l'inverse, on constate que la proportion des firmes redistribuant leurs liquidités via le canal des rachats d'actions a nettement augmenté passant de 10 % à environ 40 %. A ce propos, on peut souligner que dans le courant de l'année 1997, la part de firmes utilisant les rachats d'actions est devenue supérieure à la part des firmes versant des dividendes. L'une des principales justifications choisit par les auteurs pour expliquer ce retournement de tendance est la fiscalité ; cette dernière aurait largement été favorable au développement des rachats d'actions. Parallèlement, sur la période 1972-2000, on constate que la proportion de firmes procédant à la fois à des versements de dividendes et rachats d'action, s'est accrue. Ce phénomène peut être expliqué par le fait que les entreprises versant uniquement des dividendes, ont décidé d'utiliser les rachats d'actions de manière complémentaire. Précédemment, nous avons vu qu'une entreprise ayant déjà procédé à des versements de dividendes ne peut se permettre d'arrêter totalement, sous peine de se faire sanctionner par les investisseurs.

De plus, nous pouvons également citer l'étude de FRENCH et FAMA (2001). Ces deux auteurs se sont concentrés uniquement sur les dividendes ; le graphique ci-dessous reprend leurs observations sur le pourcentage de firmes reprises dans la base de données CRSP et payant des dividendes :



Source : FAMA, E & FRENCH, K. « Disappearing dividends : Changing firm characteristics or lower propensity to pay », *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 3-43, April 2001.

Le constat établi par FAMA et FRENCH est éloquent. Entre 1978 et 1999, on observe que :

- Sur le NASDAQ, la proportion de firmes versant des dividendes a été divisée par 5.
- Sur l' AMEX, la proportion de firmes versant des dividendes a été divisée par 3.
- Sur le NYSE, la proportion de firmes versant des dividendes a été divisée par 2.

Ainsi quel que soit le marché choisit, on constate que le dividende apparaît comme un outil de gestion financière en voie de disparition. FAMA et FRENCH ont mis en évidence 2 raisons pouvant expliquer ce phénomène :

a) L'évolution du profil des sociétés cotées

Les sociétés qui s'introduisent en bourse ont en général pour caractéristiques d'être de plus petite taille et d'être en croissance plus forte que les entreprises déjà cotées. Néanmoins, depuis une vingtaine d'années, les nouvelles recrues boursières sont devenues de moins en moins profitables ; on constate qu'entre 1973 et 1977, la rentabilité de leurs capitaux propres était de 18 % contre 14% pour celles déjà cotées ; et entre 1993 et 1998, les nouvelles recrues boursières affichaient une rentabilité de 2% contre 11% pour celles déjà cotées. Etant moins profitables, car venant à un stade plus précoce de leur vie en bourse, tout en ayant des opportunités de forte croissance, les nouvelles recrues ne versent quasiment pas de dividendes : seules 12 des 322 sociétés nouvellement cotées aux Etats-Unis en 1999 versaient un dividende. Dès lors la proportion d'entreprises cotées versant un dividende ne peut que baisser.

b) La baisse de la propension à verser des dividendes

Les auteurs démontrent qu'une entreprise qui aurait versé un dividende il y a 20 ans a peu de chance d'en verser un aujourd'hui. En 1978, 72% des entreprises profitables versaient un dividende ; en 1998, elles ne sont plus que 30%. Cette évolution est la même quelles que soient la taille, la profitabilité ou les perspectives de croissance des entreprises cotées. Plusieurs explications sont avancées par FAMA et FRENCH pour expliquer cette évolution :

- La montée en puissance de la gouvernance d'entreprise qui traduit le contrôle plus étroit des dirigeants par les actionnaires, et amoindrit l'utilité de l'outil dividende comme moyen de contrôle des dirigeants par l'actionnaire (pour réduire les liquidités à leur disposition) au profit d'autres techniques comme les stocks options.
- Dès lors, le développement généralisé des stock-options destinées aux dirigeants limitent l'utilisation des dividendes, ces derniers réduisant la valeur de l'action et donc celle des stock options. Les dirigeants n'ont donc aucun intérêt personnel à proposer le versement de dividendes, tout au contraire.
- Toujours dans le cas Américain, la prise de conscience par les entreprises que les investisseurs préfèrent fiscalement enregistrer des plus-values plutôt que toucher des dividendes plus lourdement taxés.

- La montée des bourses depuis 20 ans a rendu marginaux les gains par dividendes comparés à ceux réalisés sur les plus-values des titres. De ce fait, les dirigeants ne semblent plus autant concernés que par le passé puisque leurs actionnaires ont été déjà largement rémunérés.

2) Conclusion

Pendant longtemps, les firmes ont préféré utiliser les dividendes pour redistribuer leurs excédents de trésorerie au détriment des rachats d'actions. Toutefois, depuis une vingtaine d'années, la tendance a commencé à s'inverser. Plusieurs facteurs ont été évoqués pour justifier l'augmentation du nombre de rachats d'actions tels que le faible niveau des taux d'intérêts, les conditions fiscales, ou bien encore la nature du signal à envoyer au marché. Revenons sur ce dernier point ; même si une opération de rachat d'actions a les mêmes effets que le versement d'un dividende exceptionnel, à savoir une augmentation de la valeur boursière de l'entreprise, le signal envoyé au marché n'est pas exactement le même. En effet, alors que le versement d'un dividende exceptionnel ne reflète que les résultats passés de l'entreprise, le rachat d'actions est considéré comme un signe de confiance en l'avenir.

Par ailleurs, il existe aussi des raisons spécifiques à la diminution du nombre d'entreprise versant des dividendes. D'une part, on constate que le nombre de sociétés cotées s'est largement accru depuis 20 ans, or on sait que la majorité des sociétés qui s'introduisent en bourse ont souvent eu pour caractéristiques, d'être de plus petite taille, d'avoir des besoins de financement élevés et donc de ne pas être en mesure de reverser immédiatement des liquidités à leurs actionnaires. De même, la montée de la gouvernance d'entreprise et la distribution des stocks options s'avèrent être des éléments déterminants dans la disparition des dividendes. A ce rythme, on peut donc se demander si les dividendes ne sont pas condamnés à disparaître définitivement ?

IV) Les dividendes sont-ils condamnés à disparaître ?

Nous avons pu observer que de nombreux éléments semblent justifier l'utilisation d'une politique de rachat d'actions au détriment d'une politique de versement de dividendes, mais alors pourquoi les entreprises s'acharneraient à verser des dividendes ? La réponse est qu'il existe des avantages propres aux dividendes.

1) Les avantages propres aux dividendes

a) Désir du revenu immédiat

Au cours des études menées sur les dividendes, il a été avancé que de nombreux individus cherchent à obtenir des revenus immédiats. D'un point de vue théorique cet argument peut être largement contesté, dans la mesure où si un individu préfère de plus hautes rentrées immédiates, mais détient des titres à faibles dividendes, il peut facilement vendre une poignée d'actions pour se procurer les fonds dont il a besoin. De ce fait, dans un monde sans coûts de transaction, une politique de dividende plus élevée n'apporterait aucune valeur réelle à l'actionnaire. Toutefois, dans la réalité, l'argument des rentrées courantes apparaît comme pertinent. La vente d'actions implique des coûts de transactions, des dépenses directes en liquidités, qui auraient pu être évitées en investissant dans des titres à haut revenu.

b) L'argument de la finance comportementale

La finance comportementale a proposé un autre argument visant à prouver que les dividendes ne pourront pas totalement disparaître. En effet, SHEFRIN et STATMAN (1984) ont considéré que les entreprises intègrent en partie la préférence des actionnaires pour les dividendes. Les actionnaires affectionnent les dividendes car ils leur permettent d'utiliser une règle de conduite très simple à savoir "*dépenser les dividendes et laisser le capital intact*" et donc de satisfaire deux objectifs stratégiques : la sécurité et le revenu. Au contraire, les rachats d'actions obligent les actionnaires qui désirent tirer des revenus annuels de leurs actions à ponctionner eux – mêmes le capital avec le risque de ne pas se contrôler.

c) L'argument Microéconomique

En versant des dividendes, les entreprises incitent également leurs actionnaires à scinder mentalement en deux comptes les revenus tirés de leurs actions : le dividende et le gain en capital. Selon les règles du cadre hédonique, la ségrégation des gains augmente la satisfaction des actionnaires. Par exemple, une entreprise dont la valeur a augmenté de 100 € par action au terme de l'exercice comptable n comble davantage ses actionnaires à verser un dividende, par exemple, de 20 € (laissant un gain en capital de 80 €) plutôt qu'à laisser le cours de bourse s'apprécier de 100 €. Du fait de la concavité de la fonction de la valeur des investisseurs dans le domaine des gains, il ressort que $v(20) + v(80) > v(100)$. En raison de l'aversion aux pertes, la ségrégation des revenus peut également être payante quand l'entreprise a perdu de la valeur, mais seulement dans certains cas (forte convexité et/ou faible aversion aux pertes).

Par ailleurs, nous allons voir qu'il existe certaines règles pouvant limiter l'expansion de la politique des rachats d'actions.

2) Les barrières aux rachats d'actions

Premièrement GRULLON et MICHAELY montrent que dans le passé, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), a accusé des sociétés procédant à des rachats d'actions de manipulation illégale du prix. Cependant, ces auteurs indiquent que la règle 10b – 18 de la SEC, adoptée en 1982, propose désormais des lignes directrices aux sociétés pour éviter d'être accusé de manipulation illégale de prix. Ces lignes directrices n'étant pas très difficile à suivre les auteurs pensent que la règle a pu contribuer à l'accroissement des rachats d'actions, mais le fait est que la SEC est vigilante et ne tolère aucune malversation, les entreprises ne respectant pas les règles risquent une lourde amende. De la même manière, comme nous l'avons vu dans le préambule, en France, avant de lancer une procédure de rachat d'actions, il est nécessaire de respecter un grand nombre de règles qui peuvent s'avérer contraignantes, visant à protéger les actionnaires.

Deuxièmement, il faut noter que l'administration fiscale américaine a le droit de pénaliser toute société procédant à des rachats d'actions uniquement dans le but d'éviter les impôts sur dividende. Néanmoins, cela reste un fait très difficile à prouver.

3) Conclusion

Malgré la forte expansion des rachats d'actions, les dividendes semblent tout de même avoir leur place au sein de la gestion financière. Le fait est que les versements de dividendes peuvent être la source d'une satisfaction particulière pour les investisseurs. En effet, les dividendes permettent aux investisseurs de se fixer des règles qui sont susceptibles d'augmenter leur utilité, de même les dividendes sont une source de revenus immédiats pour l'investisseur et permettent d'éviter les coûts de transaction. Ainsi, on peut supposer que même si la proportion de firmes versant des dividendes a diminué, cette tendance devrait atteindre une limite.

V) Conclusion Générale

Dès le début de ce papier, nous avons observé que les rachats d'actions présentaient un certain nombre d'avantages par rapport aux dividendes. Les dividendes sont versés de manière totalement égalitaire et s'imposent à tous les actionnaires alors que les rachats d'actions n'obligent pas les actionnaires à participer, ces derniers comme on l'a déjà vu, ne participeront à l'offre que s'ils en tirent un bénéfice. Par ailleurs, les rachats d'actions semblent offrir une meilleure flexibilité dans la mesure où ils n'impliquent aucun engagement de la part des entreprises pour les années futures. A l'inverse, nous avons vu qu'une annonce de réduction de dividendes, pourrait être sanctionnée lourdement par le marché, ce qui oblige donc les entreprises à maintenir une politique régulière de distribution de dividendes. De plus, en ce qui concerne les investisseurs individuels, on constate que les conditions fiscales sont souvent favorables aux rachats d'actions plutôt qu'aux dividendes, cette affirmation n'étant pas vérifiée pour les investisseurs institutionnels. Toutefois, hormis des motivations différentes, on constate que les dividendes et rachats d'actions se rejoignent sur la théorie du signal informatif, à savoir qu'un versement exceptionnel de dividende, tout comme une procédure de rachat d'actions, reflète souvent la bonne santé financière de l'entreprise et se traduit par une augmentation de la valeur boursière. Néanmoins, il convient de relativiser l'effet substitution, car même si on a vu que les firmes utilisaient de plus en plus les rachats d'actions pour redistribuer leurs liquidités, ces dernières n'arrêtent pas pour autant de verser des dividendes pour les raisons que nous avons déjà évoqué. N'oublions pas que les dividendes possèdent des caractéristiques particulières susceptibles d'accroître la satisfaction des investisseurs (voir dernier chapitre) et de ce fait, les rachats d'actions apparaissent comme un outil complémentaire aux dividendes plutôt qu'un substitut.

En conclusion, ce mémoire a été une bonne occasion de faire à la fois, un état des lieux sur les outils de communication et de gestion financière des entreprises, et de soulever les interrogations relatives à la qualité du management dans une entreprise.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN, F & MICHAELY, R. « Payout policy », University of Pennsylvania, April 2002.
- ASQUITH, P & MULLINS, D W. « The impact of initiating dividend payments on shareholders », wealth, *Journal of Business* 83, pp. 77-96, 1983.
- BAKER, M & WURGLER, J. « The Equity share in New Issues and Aggregate stock returns », *Journal of Finance*, Vol. 55, October 2000.
- BILLET, M & XUE, H. « The takeover Deterrent Effect of open market share repurchases », *Journal of Finance*, Vol. 62, n° 4, pp. 1827-1850, August 2007.
- BRENNAN, M & THAKOR, A. « Shareholder preferences and dividend policy », *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 993-1018, September 1990.
- BROWN, J & LIANG, N & WEISBENNER, S. « Executive Financial Incentives and Payout policy : Firm responses to the 2003 dividends tax cut », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 4, p. 1935-1964, August 2007.
- CALVI - REVEYRON, M. « Risque de surinvestissement, signalisation et annonce de dividende : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 3, p. 115-145, 1999.
- CHHACHHI, I.S. & DAVIDSON, W N. « A comparison of the Market Reaction to Specially Designated Dividends and Tender Offer Stock Repurchases », *Financial Management*, Vol. 26, n° 3, pp. 86-96, Automne 1997.
- CHOISENG, D & SYAN, C. « The differential information conveyed by share repurchase tender offer and dividend increases », *Journal of Financial Research*, Tempe, 1997.
- COMMENT, R & JARELL, G A. « 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, pp. 1243-1271, September 1991.
- COPELAND, T & WETSON, J F. « Financial theory and corporate policy », Addison Wesley, p.522, 1983.
- DANN L Y. « Common stock repurchases : an analyse of returns to bondholders and stockholders », *Journal of Financial Economics*, 9, pp.113-138, 1981.
- DANN, L Y & MASULIS, R W & MAYERS, D. « Repurchase Tender Offers and Earnings Information », *Journal of Accounting and Economics*’, Vol. 14(3), pp. 217- 251, 1991.
- DEANGELO, H & DEANGELO, L. « Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms », *Journal of Finance*, Vol. 45, n° 5, pp. 1415-1431, December 1990.

DIELMAN, T & NANTELL, T & WHRIGHT, R. « Price effects of stock repurchasing : a random coefficient regression approach », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, March, pp. 175-190, 1980.

DITTMAR, A K & DITTMAR, R F. « Stock repurchase waves : An Explanation of the trends in Aggregate Corporate Payout Policy », Indiana University, October 2002.

EASTERBROOK, F. « Two agency-cost explanations of dividends », *American Economic Review*, 74, pp. 650-659, 1984.

FAMA, E & FRENCH, K. « Disappearing dividends : Changing firm characteristics or lower propensity to pay », *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 3-43, April 2001.

FRANZ DR, RAO RP, TRIPATHY N, « Informed trading risk and bid-ask spread changes around open market stock repurchases in the NASDAQ market », *Journal of Financial Research*, Vol.18, n° 3, Fall, pp. 313-327, 1995.

GUSTAVO, G & RONI, M. « Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis », *Journal of Finance*, Vol. 57, n° 4, pp. 1649-1684, August 2002.

HAMON, J. « Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ? », CEREG, Cahiers de Recherche n° 9801, Novembre 1997.

HENDERSON, B J & JEGADESH, N & WEISBACH, M S. « World Markets for Raising New Capital », University of Illinois, Emory University and National Bureau of Economic research, December 2003.

IKENBERRY, D & LAKONISHOK, J & VERMAELEN, T « Market underreaction to open market share repurchases », *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 181-208, 1995.

JENSEN, M C. « Agency cost of free cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, Vol. 76, n° 2, pp. 323-329, May 2006.

JOHN, K & WILLIAMS, J. « Dividends, Dilution and Taxes », *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1053-1070, 1985.

LEWELLEN, W & STANLEY, K L & LEASE, R C & SCHLARBAUM G C. « Some Direct Evidence on the dividend clientele phenomenon », *Journal of Finance*, Vol. 33, n° 5, pp. 1385-1399, December 1978.

LOUGHRAN, T & RITTER J R. « The new issues puzzle », *Journal of Finance*, Vol. 50, n° 1, pp. 23-51, 1995.

MAI, C & TCHEMENI, E. « Rachats des actions : analyse théorique et empirique », CEREG, 2000.

MASULIS, R W. « Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes », *Journal of Finance*, Vol. 35, n° 2, Papers and Proceedings Thirty-Eighth Annual Meeting American Finance Association, Atlanta, Georgia, December 28-30, 1979, pp.305-319, May 1980.

MELLOULI, Y. « Les offres publiques de rachat d'actions en France », Institut de recherche de Gestion, article, 2005.

MILLER M, & ROCK, M. « Dividend policy under Asymmetric Information », *Journal of Financial Economics*, n° 6, pp. 333-64, 1978.

MODIGLIANI, F & MILLER, M H. « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, Vol. 48, n° 3, pp. 261-297, June 1958.

MORTIER, R. « Le rachat par la société de ses droits sociaux », *Nouvelles Bibliothèques de Thèses*, Vol. 27, pp.180-345, 2003.

NOHEL, T & TARHAN, V. « Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flows », *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 187-222, 1998.

NATAN, I. « Les rachats d'actions propres : outils de gestion financière », CNAM-DESS Finance d'entreprises, Mémoire, 2003.

NISSIM, D & ZIM, A. « Dividend Changes and Future Profitability », *Journal of Finance*, Vol. 56, n° 6, pp. 2111-2133, December 2001.

PERSONS, J. « Signalling and takeover deterrence with stock repurchases : Dutch auctions versus fixed price tender offers », *Journal of Finance*, Vol. 49, n° 4, pp. 1373-1402, September 1994.

RAU, P R & VERMAELEN, T. « Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom », *Journal of Business*, Vol. 75, n°2, pp. 245-282, 2002.

ROBINSON, C & VELD, C. « Why Investors want dividends », Report, February 2002.

ROSS, S A & WESTERFIELD R W & JAFFE J F. « *Finance Corporate* », Dunod, 2005.

SHEFRIN, H. & STATMAN, M. « Explaining investor preference for cash dividends », *Journal of Financial Economics*, n° 27, 253-282, 1984.

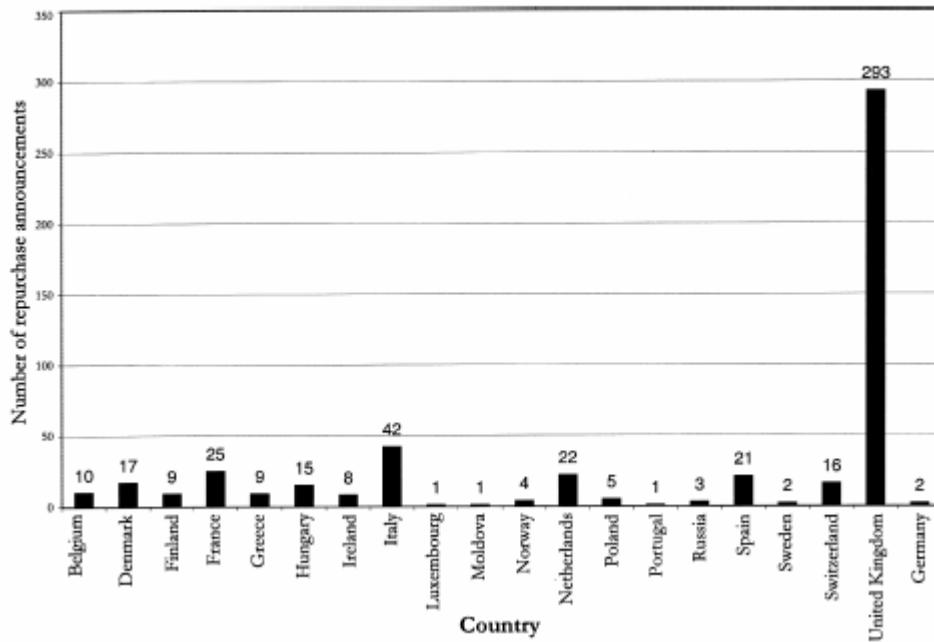
STULZ, R M. « Managerial Control of Voting rights : Financing policies and the Market for Corporate Control », Ohio State University, Columbus, June 1986.

VERMAELEN, T. « Common stock repurchases and market signaling an empirical study », *Journal of Financial Economics*, n°9, June, pp.139-183, 1981.

WILLIAMS, J. « Efficient signalling with dividends, investment and stock repurchases », *Journal of Finance*, Vol. 43, n° 3, pp. 737-747, July 1988.

ANNEXE 1

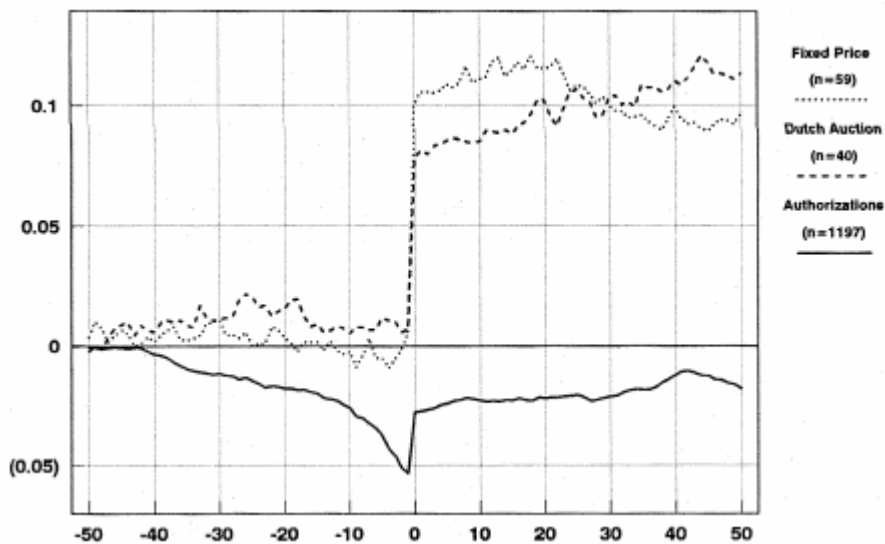
Share repurchase announcements in Europe between January 1985 and June 1998.



Source : RAU, P R & VERMAELEN, T. « Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom », *Journal of Business*, Vol. 75, n°2, pp. 245-282, 2002.

ANNEXE 2

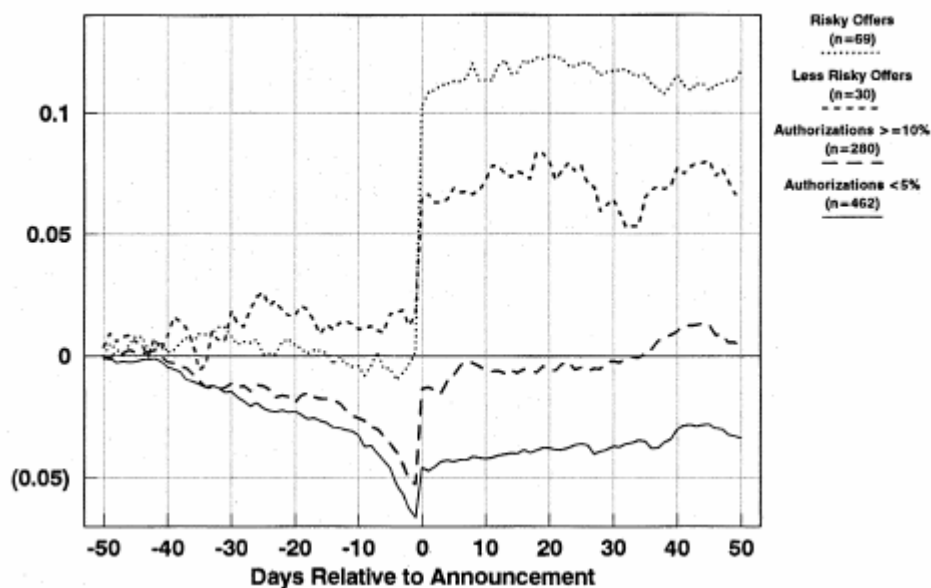
Cumulative average net-of-market returns for dutch-auction and fixed-price self-tender offers compared with share repurchase authorizations



Source : COMMENT, R & JARELL, G A. « 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, pp. 1243-1271, September 1991.

ANNEXE 3

Cumulative average net-of-market returns for self-tender offers segmented by whether officers and directors are at risk and for share repurchase authorizations in which the fraction of shares sought is less than 5% or is 10% or more.



Source : COMMENT, R & JARELL, G A. « 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, pp. 1243-1271, September 1991.

ANNEXE 4

Etude	Marché	Observations	Période	RA ou RAC
Masulis (1980)	USA	199	1963-1978	+ 17% sur [-1 ; +1]
Vermaelen (1984)	USA	131	1962-1977	+ 15,7% sur [-5 ; + 10]
Lakonishok et Vermaelen (1990)	USA	258	1962-1986	14,29% sur [-5 ; + 10]
Comment et Jarrel (1991)	USA	68	1984-1989	11% sur [-1 ; +1]
Dann, Masulis et Mayers (1991)	USA	122	1969-1978	17,68 % sur [-1 ; 0]
Hertzel (1991)	USA	134	1970-1984	11,87% sur [-1 ; 0]
Hertzel et Jain (1991)	USA	127	1970-1984	10,1% sur [-1 ; +1]
Howe, He et Kao	USA	55	1979-1989	7,47% sur [-1 ; 0]
Barnes, Burnie et Gunay (1997)	Canada	275	1987-1995	31,34% sur [-1 ; +1]
Choi et Chen (1997)	USA	53	1968-1984	13,07% sur [-1 ; 0]
Lie et McConnell (1998)	USA	130	1981-1994	7,9% sur [-1 ; +1]
Nobel et Tahrán (1998)	USA	242	1978-1991	7,6% sur [-1 ; +1]
D'Mello et Shroff (2000)	USA	166	1970-1989	14,1% sur [-1 ; +1]
Lie (2002)	USA	286	1980-1987	9,4% sur [-1 ; +1]
Anderson et Edward (2004)	USA	399	1970-1999	13,31% sur [-1 ; +1]

RA : Rentabilité Anormale

RAC : Rentabilité Anormale Cumulée

Source : MELLOULI, Y. « Les offres publiques de rachat d'actions en France », Institut de recherche de Gestion, article, 2005.

