

POLITIQUES DE DISTRIBUTION DES ENTREPRISES FRANÇAISES : CRITERES DE CHOIX ENTRE DIVIDENDE ET RACHAT D' ACTIONS

Céline du Boys

Docteur en Sciences de Gestion

Chercheur Associé au CERGAM – Université Aix Marseille III

celine.dubois@iae-aix.com

Résumé

L'objectif de cet article est de mieux appréhender les décisions de distribution de liquidités aux actionnaires, et en particulier, les critères du choix entre dividende et rachat d'actions.

A travers une étude théorique, puis empirique sur les sociétés françaises du SBF250, nous montrons que le rachat est préféré lorsque les dirigeants détiennent des stock-options ou lorsque les revenus de la firme ont un aspect temporaire. En revanche, la fiscalité des dirigeants et des principaux actionnaires n'influence pas le choix de l'instrument.

Ces variables semblent moins explicatives des décisions des entreprises françaises que des entreprises anglo-saxonnes. L'existence d'effets individuels montre que les entreprises françaises ont encore des critères spécifiques et peu financiers pour choisir l'instrument de distribution.

Notre recherche souligne également que le rachat est un outil de distribution peu utilisé en France et que le dividende en reste le moyen privilégié.

Mots clés : Politique de distribution, dividende, rachat d'action, fiscalité, stock-option, permanence des revenus, économétrie des données de panel.

INTRODUCTION

Chaque année et à travers le monde, la majorité des entreprises cotées distribuent des liquidités à leurs actionnaires, sous forme de dividende ou de rachat d'actions. Malgré cela, l'utilité et la forme de ces politiques constituent encore aujourd'hui l'une des incompréhensions majeures de la théorie financière. En particulier, le choix fait entre les deux instruments de distribution reste partiellement incompris.

L'objectif de cet article est donc d'approfondir la compréhension des formes de distribution. Pourquoi la distribution prend-elle parfois la forme de rachat d'actions et parfois la forme de dividende ? Cet article adopte le point de vue des managers comme angle de recherche. Ainsi, nous cherchons à comprendre et identifier les éléments qui influencent les managers au moment de leurs décisions de distribution.

Pour cela, nous analysons la littérature, et plus particulièrement les différences théoriques entre dividende et rachat d'actions. Cela nous permet de proposer plusieurs hypothèses sur le choix de l'instrument de distribution (Section 1). Ainsi, la fiscalité des managers ou leur détention de stock-options devrait influencer la probabilité que le rachat soit utilisé pour la distribution. De même, nous faisons l'hypothèse que la fiscalité des principaux actionnaires influence le choix de l'instrument de distribution. Enfin, le dividende devrait être privilégié pour les distributions de revenus stables.

Ces variables explicatives sont issues d'une littérature principalement anglo-saxonne. Cependant, qu'en est-il des décisions de distribution en France, où le rachat n'est autorisé que depuis 1998 ? Afin d'éclairer ce point, nous choisissons de tester nos hypothèses théoriques sur le terrain français. Après avoir présenté notre méthodologie (Section 2) et proposé une description statistique des politiques de distribution des entreprises françaises (Section 3), nous analysons et discutons les résultats des tests de nos hypothèses de recherche (Section 4). Enfin, nous concluons sur les critères du choix français de l'instrument de distribution.

SECTION 1. CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION – REVUE DE LA LITTÉRATURE

La littérature souligne plusieurs différences entre rachat d'actions et dividende : fiscalité, flexibilité, forme ou effet de la distribution... Chaque instrument présente des avantages et des inconvénients qui satisfont différemment actionnaires ou managers.

Pour étudier le choix de l'instrument de distribution, il nous semble donc nécessaire de repérer les éléments de différenciation, mais aussi les acteurs qui influencent ce choix. Si l'influence des petits actionnaires semble faible, en revanche il est probable que les gros actionnaires exercent une pression sur la décision. De même, les managers, puisqu'ils prennent activement part à la décision de distribution, influencent certainement le choix entre dividende et rachat.

Ainsi, afin d'étudier le choix de l'instrument de distribution, nous nous concentrons sur l'effet des acteurs les plus influents : les gros actionnaires et les dirigeants. De plus, nous nous concentrons sur trois éléments de différenciation entre dividende et rachat : la fiscalité, la flexibilité et l'effet sur la valeur des stock-options.

1. INFLUENCE DE LA FISCALITE DE L'ACTIONNAIRE PRINCIPAL ET DES MANAGERS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Parmi les différences entre dividende et rachat, la fiscalité est certainement celle qui a motivé le plus de recherches. Le dividende est généralement imposé comme un revenu et le rachat comme une plus-value. Cette situation rend souvent le dividende plus lourd fiscalement que le rachat. Cependant, l'étude approfondie des réglementations montre qu'il est difficile de conclure à la supériorité fiscale de l'un des deux instruments. L'imposition de la distribution va varier selon les législations nationales (présence d'un avoir fiscal, type et taux d'imposition, date de l'imposition) et les investisseurs (personne morale ou personne physique, tranche d'imposition, régime spéciaux entre filiale et société mère, exonération de certaines catégories d'investisseurs...). De plus, les réglementations au sein d'un même pays évoluent régulièrement dans le temps¹.

Le courant sur l'effet de clientèle cherche à justifier l'existence et les formes des politiques de distribution par cette différence d'imposition. La revue de ces études montre qu'il est probable que seule l'imposition de quelques actionnaires importants influence les choix de distribution. La littérature a ainsi étudié trois types d'acteurs : les investisseurs institutionnels, les managers et les premiers actionnaires. L'influence du groupe des actionnaires institutionnels d'une firme n'a pu être prouvée empiriquement et reste très floue. En revanche, les recherches qui se sont intéressées à la fiscalité des dirigeants et des actionnaires influents s'accordent sur leur poids dans le choix de l'instrument de distribution.

Peu d'études testent spécifiquement l'influence de la fiscalité des actionnaires internes sur le choix de l'instrument de distribution (Moser (2007), Hsieh et Wang (à paraître)). Ces recherches américaines montrent que plus les acteurs internes de l'entreprise ont une détention actionnariale forte, plus ils essayeront d'orienter le choix de l'instrument de distribution vers le rachat. En effet, aux Etats-Unis, le rachat offre aux personnes physiques un avantage fiscal par rapport au dividende.

Concernant l'influence de la fiscalité des gros actionnaires, on remarque que les préférences fiscales varient selon les catégories d'actionnaires, mais aussi selon les pays. L'influence des gros actionnaires sur l'instrument de distribution peut avoir d'autres justifications que la fiscalité, mais le peu d'études qui se sont intéressés à l'influence de l'identité des gros actionnaires se sont concentrées sur l'aspect fiscal de cette influence (aux Etats-Unis, Perez-Gonzalez (2003), Barclay, Holderness et Sheehan (2004), en Allemagne, Correia Da Silva, Goergen et Renneboog (2004), en Grande Bretagne, Renneboog et Trojanowski (2005) et en France, Dereeper et Romon (2006)).

Ces études obtiennent des résultats assez ambigus. Elles ne permettent pas de conclure à l'influence de l'imposition des gros actionnaires sur le choix de l'instrument de distribution. Cependant, elles ne focalisent que sur un type d'actionnaires et ne se concentrent pas toujours sur les plus influents de l'entreprise. Ainsi, il nous semble nécessaire d'approfondir cette voie de recherche, car les études existantes sont trop vagues.

Nous faisons donc tout de même l'hypothèse que la fiscalité des principaux actionnaires et des dirigeants influencent le choix de l'instrument de distribution.

En France, les personnes physiques ayant des revenus élevés subissent une fiscalité sur le dividende toujours plus forte que celle sur le rachat. C'est probablement le cas de la plupart

¹ L'annexe présente l'exemple de la fiscalité française.

des dirigeants et gros actionnaires. Pour les entreprises industrielles et commerciales, les banques ou les assurances, le dividende est toujours plus fortement imposé que le rachat. Seule les investisseurs institutionnels et l'Etat devraient être neutre d'un point de vue fiscal quant au choix de l'instrument de distribution.

Ainsi, nous proposons, pour le terrain français, les trois hypothèses suivantes :

Hypothèse 1-A : *Il existe une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 1-B : *Lorsque le premier actionnaire est une entreprise, une banque ou un particulier, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

Hypothèse 1-C : *Lorsque le premier actionnaire est un investisseur institutionnel ou un Etat, cela n'influence pas la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

2. FLEXIBILITE DU RACHAT ET INFLUENCE DES REVENUS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Le rachat d'actions est considéré par les managers et par les marchés comme un instrument de distribution plus flexible que le dividende (Brav, Graham, Harvey et Michaely (2005), Allen et Michaely (2003)). Cela pousse les managers à accorder le choix de l'outil de distribution à la structure des revenus à distribuer.

Lintner (1956), le premier, montre qu'une modification du taux de distribution ne peut se justifier que par une modification stable des revenus courants de la firme. Le dividende n'est baissé que suite à une baisse durable des revenus. Guay et Harford (2000) et Jagannathan, Stephens et Weisbach (2000) font ainsi l'hypothèse que le dividende est utilisé pour distribuer les revenus stables de l'entreprise, alors que le rachat sert à distribuer les revenus temporaires.

Plusieurs études ont testé le lien entre la permanence des revenus et le choix entre dividende et rachat. La difficulté de ces recherches réside dans l'évaluation de la stabilité ou de la temporalité des revenus. Différentes méthodes ont ainsi été utilisées et les résultats semblent s'accorder (Guay et Harford (2000), Oswald et Young (2005), De Angelo, De Angelo et Skinner (1992), Jagannathan et al. (2000), Lie (2005), Lee et Rui (2007)).

Ainsi, à la lumière de ces tests, il apparaît que le dividende est utilisé pour distribuer les revenus durables ou stables de l'entreprise, alors que le rachat est utilisé pour distribuer les revenus temporaires. Cependant, ces études ne permettent pas de savoir si la situation est comparable en France.

Cette revue de littérature nous pousse à formuler une nouvelle hypothèse :

Hypothèse 2 : *Lorsque les revenus de l'entreprise sont temporaires, cela a une influence positive sur la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

3. INFLUENCE DES STOCK-OPTIONS DES DIRIGEANTS SUR LE CHOIX DE L'INSTRUMENT DE DISTRIBUTION

Les politiques de rachat d'actions sont influencées par l'existence de plans de stock-options au sein de la firme, mais aussi par la détention de stock-options par les dirigeants. Dans le cadre de l'étude des politiques de distribution, seule cette seconde influence nous intéresse. En effet, les rachats d'actions mis en œuvre pour couvrir l'ensemble des plans d'options d'achat de la firme ne sont pas considérés comme une distribution de liquidités, mais plutôt comme les conséquences d'une politique salariale. En étudiant les politiques de distribution, il s'agit donc de ne pas considérer ces opérations dans les montants distribués.

L'influence des stock-options des dirigeants répond à une autre logique. Forcés de procéder à une distribution, les dirigeants cherchent à maximiser leur utilité sous cette contrainte. Or, le dividende dévalorise la valeur des options. Ainsi, il est dans l'intérêt des managers possédant des options de minimiser les versements de dividende et de favoriser les rachats d'actions. Ils substituent le rachat au dividende (Kahle (2002)).

Ainsi, l'hypothèse est faite que la détention par les managers de stock-options influence le choix de l'instrument de distribution. Elle a une influence négative sur le versement de dividende et positive sur le rachat.

Cette hypothèse est confortée par les recherches empiriques. Cependant, beaucoup d'études testent l'influence des options détenues par les managers sur la distribution en mesurant ces options par la taille totale des plans de stock-options de la firme. Il y a alors un risque de valider l'hypothèse de couverture des plans par le rachat et non l'hypothèse d'influence sur l'instrument de distribution. Ainsi, nous ne considérons que les études utilisant des mesures appropriées des stock-options des dirigeants. Ces études montrent que les stock-options détenues par les managers ont une influence sur le choix de l'instrument de distribution. Ainsi, la détention par les dirigeants de stock-options favorise l'utilisation du rachat aux dépens du dividende (Fenn et Liang (2001), Jolls (1998), Kahle (2002), Fenn et Liang (2001), Weisbenner (2002), Hu et Kumar (2004)). Cependant, aucune étude ne permet de savoir si la situation est comparable en France.

Cette revue de littérature nous pousse à formuler une dernière hypothèse :

Hypothèse 3 : *Il existe une relation positive entre le montant des stock-options des dirigeants et la probabilité que la distribution soit faite sous forme de rachat, toutes choses égales par ailleurs.*

SECTION 2 – METHODOLOGIE DE L'ETUDE EMPIRIQUE

1. ECHANTILLON ET SOURCES DES DONNEES

Pour constituer notre échantillon d'étude, nous avons sélectionné les entreprises appartenant au SBF 250 et qui distribuent des liquidités à leurs actionnaires. Ainsi, de 2000 à 2005, nous avons obtenu 789 observations concernant 146 entreprises.

Pour chacune de ces entreprises, nous avons collecté des informations concernant la distribution (Datastream et données AMF), l'actionnariat et la gouvernance (rapports annuels des entreprises) et des données comptables (Datastream).

2. MESURE DES VARIABLES

Le tableau suivant synthétise la façon dont nous mesurons les différentes variables de notre modèle.

Tableau 1 - Mesures des variables du modèle explicatif du choix de l'instrument de distribution

VM = Variable muette

		MESURE	HYPOTHESE
VARIABLE EXPLIQUEE			
Décision de rachat		- RACHATNET : VM = 1 si l'entreprise a fait des rachats nets positifs dans l'année	
VARIABLES EXPLICATIVES			
Fiscalité actionnaires influents	Actionnaires - dirigeants	- ACTDIR = % d'actions détenues par les principaux dirigeants	H1-A
	Premier actionnaire	- BANKENTFAM : VM = 1 si le 1 ^{er} actionnaire est une banque, une entreprise ou un particulier - ETATINST : VM = 1 si le 1 ^{er} actionnaire est un état ou un institutionnel	H1-B H1-C
Permanence des revenus		- VOLCA = Ecart type des chiffres d'affaires sur N-5 à N - CASHSTOCK = (Disponibilités + VMP) / Valeur comptable des actifs (Valeurs moyennes sur trois ans) - CASHFLOW = Résultat opérationnel / Valeur comptable des actifs (Valeurs moyennes sur trois ans)	H2
Stock - Options		- STOCKOPT = Stock-options distribuées aux dirigeants dans l'année / Nombre d'actions totales	H3
VARIABLE DE CONTROLE			
Taille		- Log de la capitalisation	

3. METHODE D'ANALYSE

Le choix de notre méthode d'analyse est contraint par deux éléments : le fait que notre variable à expliquer soit binaire, et le fait que nous ayons des données de panel. Ces données offrent une richesse d'information supplémentaire lorsque la population est hétérogène ou évolue dans le temps. Il convient donc dans un premier temps de tester l'existence ou l'absence de spécificités individuelles ou temporelles.

Le test du ratio de vraisemblance, qui permet de tester l'existence d'effets spécifiques, est significatif à 1%. Il existe donc des effets spécifiques individuels. Pour étudier le choix de l'instrument de distribution des entreprises françaises sans biaiser les résultats, il est donc nécessaire de modéliser l'hétérogénéité des comportements des entreprises.

De plus, nous avons testé l'existence d'effets temporels par un test de Fischer. Ce test est significatif à 1%. Ainsi, les modes de décisions des entreprises semblent avoir varié légèrement sur la période de notre étude. Les déterminants du choix de l'instrument de

distribution ne peuvent être considérés comme stables. Nous introduirons donc des variables binaires "année" dans l'ensemble de nos régressions pour contrôler les effets temporels.

Suite à ces conclusions et pour tenir compte de la spécificité de notre variable à expliquer, nous choisissons un modèle Probit avec erreurs composées pour tester notre modèle de recherche.

SECTION 3. DESCRIPTION STATISTIQUE DES POLITIQUES DE DIVIDENDE ET DE RACHAT D' ACTIONS EN FRANCE

Avant de tester notre modèle explicatif du choix de l'instrument de distribution, nous proposons une étude descriptive de l'évolution des distributions de dividendes et des programmes de rachat d'actions sur la période 2000 – 2005, ainsi qu'un aperçu des motivations au rachat affichées par les entreprises dans leur programme.

1. MOTIVATIONS AUX RACHATS D' ACTIONS

Pour mettre en œuvre un programme de rachat d'actions, les entreprises doivent au préalable le faire approuver par l'assemblée générale des actionnaires et spécifier les objectifs de leur programme.

La majorité des entreprises françaises vote à chaque assemblée annuelle un programme de rachat. Sur notre échantillon d'entreprises, seules 13,1% des entreprises n'en ont pas voté. L'autorisation de rachat ne constitue pas une obligation. Ainsi, 33,1% des entreprises ayant voté un programme ne l'ont pas mis en œuvre.

Les motivations affichées par les entreprises pour justifier leur programme de rachat sont nombreuses. Malgré les nouvelles réglementations et la limitation des objectifs autorisés, leur nombre n'a pas diminué. En moyenne, les firmes en listent plus de 4. Le tableau ci-dessous détaille cette information.

Tableau 2 – Pourcentage d'entreprises mentionnant chaque ensemble d'objectifs dans leur programme

	Régularisation du cours	Gestion patrimoniale	Croissance externe	Attribution aux salariés	Annulation	Conservation
Toutes années	97,6%	33,5%	85,8%	85,8%	61,4%	34,1%

⇒ Cette présentation des objectifs des programmes de rachat ne reflète qu'une partie de la réalité. En effet, les entreprises votent des programmes larges, afin de garder une liberté dans leur mise en œuvre. Il est donc nécessaire d'étudier les opérations réalisées par les entreprises sur leurs propres titres pour comprendre leur comportement réel.

2. EVOLUTION DES DISTRIBUTIONS DE DIVIDENDES ET DES PROGRAMMES DE RACHAT D' ACTIONS

Ce paragraphe présente les comportements de rachat d'actions et de distribution de dividendes des entreprises du SBF 250. Nous ne nous basons donc plus uniquement sur notre échantillon, mais sur l'ensemble des entreprises formant le SBF 250.

En France, dans le cadre des programmes de rachats d'actions, plusieurs types d'opérations peuvent être réalisées : le rachat de titres propres, la cession, le transfert ou l'annulation. Nous avons recensé l'ampleur de ces différentes opérations et en présentons ici un aperçu.

La distinction entre transfert et cession est mal déterminée et les entreprises utilisent parfois indifféremment l'un ou l'autre de ces termes. Ils concernent principalement des cessions de titres réalisées dans le cadre de régularisation du cours, ou des transferts pour le financement de plans de stock-options, d'obligations convertibles ou d'investissements.

La Figure 1 rend compte de la mise en œuvre des rachats d'actions selon ces différentes opérations. Les opérations d'achat et d'annulation sont les plus importantes en valeur. Pourtant, les annulations ne sont réalisées que par une minorité d'entreprises (au maximum 25, en 2005), alors que la majorité d'entre elles fait surtout des achats et des cessions de titres propres.

L'importance des opérations de cession et, dans une moindre mesure des transferts, suggère que pour une majorité d'entreprises le rachat n'a pas pour but de distribuer des liquidités aux actionnaires. Les entreprises utilisent majoritairement le rachat pour régulariser le cours, pour fournir leurs plans de stock-options et pour financer des opérations de croissance externe.

Deux types de rachat peuvent correspondre à des distributions de liquidités aux actionnaires : ceux en surplus des cessions ou des transferts, et les annulations.

La Figure 2 compare les annulations d'actions et les rachats nets, au niveau des dividendes. Elle illustre la prédominance du dividende comme mode de distribution et sa forte évolution depuis 2000. En France, le rachat est un mode de distribution peu utilisé et au développement limité. L'importance du rachat doit être d'autant plus tempérée que peu d'entreprises participent à son développement. Par exemple, en 2005, l'augmentation des opérations d'annulation est expliquée par l'activité d'une poignée d'entreprises : deux entreprises, Total et BNP Paribas, ont procédé à la moitié des annulations effectuées.

Le Tableau 3 chiffre la proportion d'entreprises du SBF 250 qui distribuent, selon le type d'instrument et la proportion qui ne distribuent pas. On remarque que la plupart des entreprises qui font du rachat, distribuent aussi des dividendes.

Tableau 3 – Proportion d'entreprises du SBF250 distribuant, selon l'instrument, et ne distribuant pas

Proportion d'entreprises...	Distribuant des dividendes	Effectuant des rachats nets positifs	Ayant annulé des actions	Ne distribuant pas de dividendes et n'effectuant pas de rachat net positif
Moyenne de 2000 à 2005	79%	38,4%	6,9%	15,7%

Figure 1 – Montants des opérations sur titres propres et nombre d'entreprises concernées, pour le SBF250 et par type d'opération

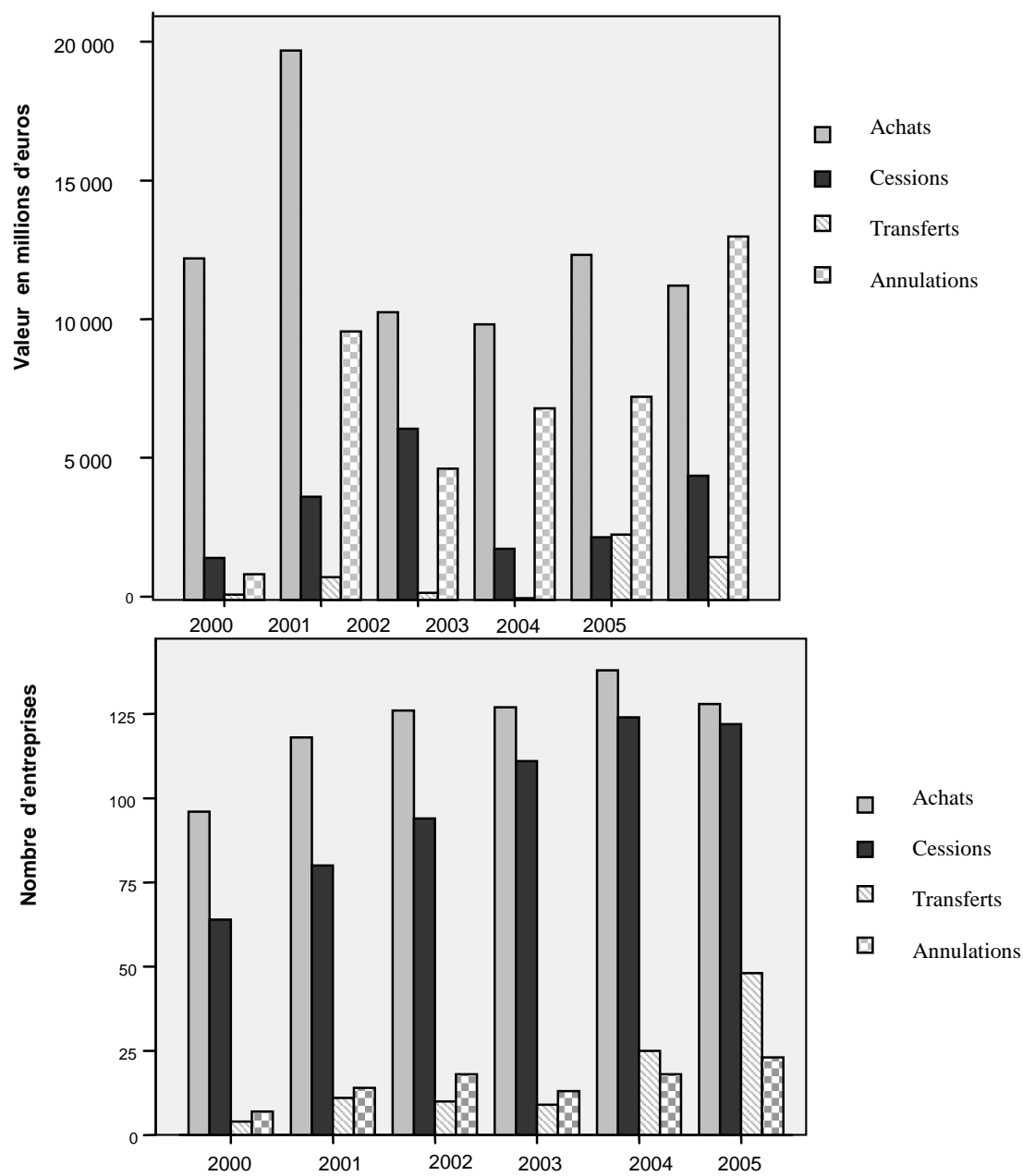
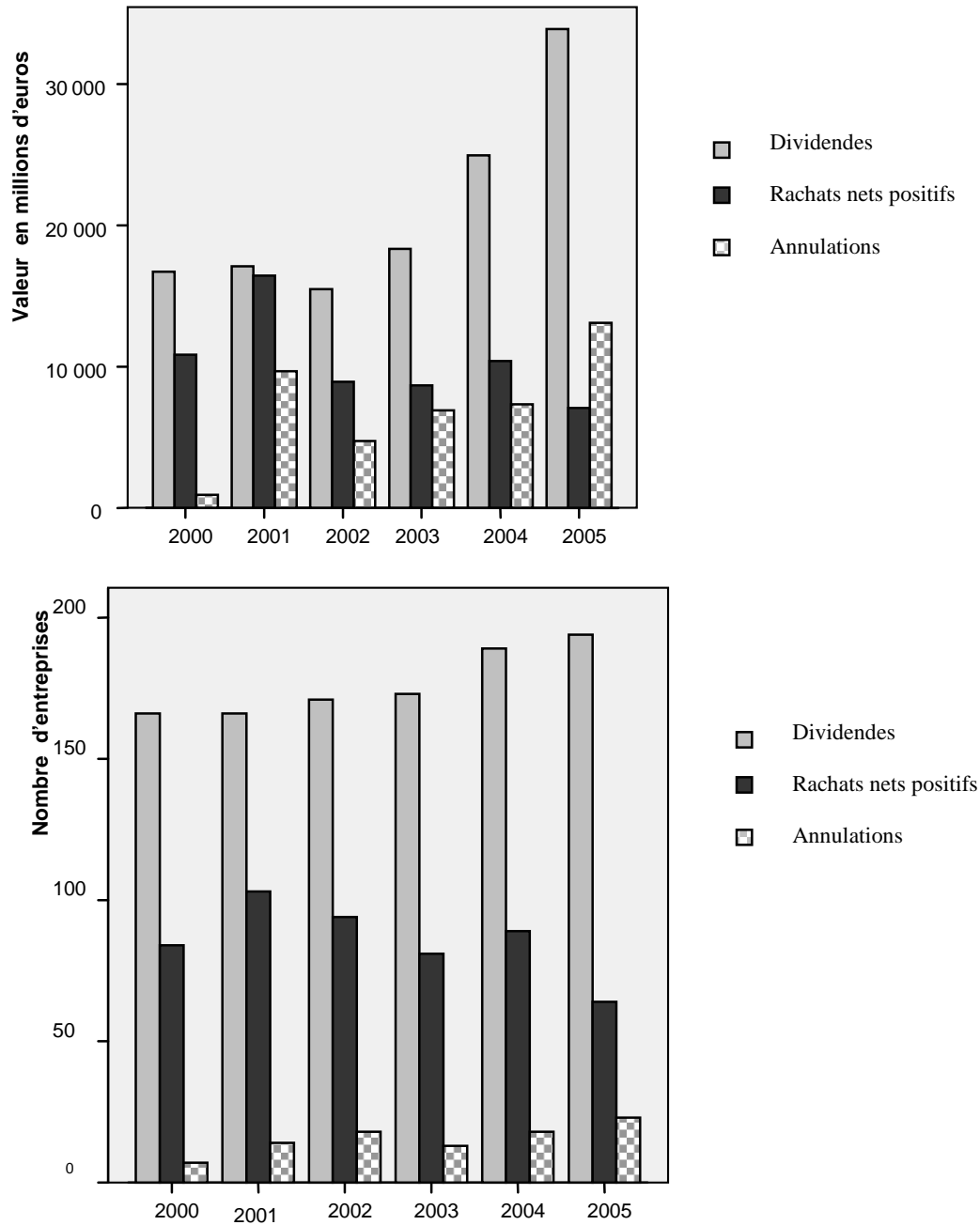


Figure 2 – Montants des distributions de liquidités et nombre d'entreprises concernées, pour le SBF 250 et par type d'opération



SECTION 4 – RESULTATS EMPIRIQUES

Suite à cette description statistique, présentons maintenant les résultats du test de nos hypothèses de recherche.

Tableau 4 – Régressions Probit avec erreurs composées sur la probabilité de faire du rachat

VARIABLE EXPLIQUEE : RACHATNET : variable muette = 1 si l'entreprise a fait des rachats nets positifs ;

VARIABLES EXPLICATIVES : ACTDIR = % d'actions détenues par les principaux dirigeants ; **BANKENTFAM** : variable muette = 1 si le 1^{er} actionnaire est une banque, une entreprise ou un particulier ; **ETATINST** : variable muette = 1 si le 1^{er} actionnaire est un état ou un institutionnel ; **VOLCA** = Volatilité du chiffre d'affaires ;

CASHSTOCK = Trésorerie moyenne ; **CASHFLOW** = Cash -Flows moyens ; **STOCKOPT** = Stock-options des dirigeants ; **LOGCAPI** = Taille de l'entreprise.

RACHATNET	Relation attendue	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VOLCA ¹	+	0.0000000465* (1.92)			0.0000000272 (1.05)			
CASHSTOCK	+	1.193** (2.06)	1.190** (1.97)	1.209** (2.02)	1.322** (2.26)	1.307** (2.19)	1.341** (2.27)	1.318** (2.23)
CASHFLOW	-	-1.832* (-1.73)	-1.754 (-1.60)	-1.869* (-1.70)	-1.945* (-1.85)	-1.979* (-1.84)	-2.070* (-1.91)	-2.076** (-1.97)
STOCKOPT	+	39.70** (2.24)	36.38** (2.01)	35.87** (1.99)	39.49** (2.23)	37.83** (2.11)	37.46** (2.09)	38.81** (2.18)
ACTDIR	+		-0.445 (-1.37)	-0.501* (-1.67)		-0.110 (-0.30)	-0.217 (-0.65)	
ETATINST	NS			-0.156 (-0.81)			-0.141 (-0.74)	
BANKENTFAM	+		0.00180 (0.011)			-0.0496 (-0.30)		
LOGCAPI	?				0.0674 (1.56)	0.0813* (1.82)	0.0775* (1.77)	0.0895** (2.32)
CONSTANTE		-0.628*** (-3.83)	-0.501*** (-2.61)	-0.449** (-2.51)	-1.587** (-2.48)	-1.703** (-2.47)	-1.627** (-2.34)	-1.872*** (-3.17)

RACHATNET	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EFFETS INDIVIDUELS <i>Test du ratio de vraisemblance de l'existence d'effets individuels</i>	Oui 40,38***	Oui 47,74***	Oui 46,08***	Oui 38,43***	Oui 40,76***	Oui 39,98***	Oui 41,11***
EFFETS TEMPORELS <i>Test de significativité des effets temporels</i>	Oui 21,07***	Oui 23,81***	Oui 23,12***	Oui 22,69***	Oui 25,23***	Oui 24,40***	Oui 25,33***
LOG LIKELIHOOD	-501,66	-502,47	-502,15	-500,45	-500,87	-500,64	-501,03
PSEUDO R²	4,10%	3,94%	4,00%	4,33%	4,25%	4,29%	4,22%
WALD CHI2	39,42***	37,43***	38,12***	41,65***	40,63***	41,12***	40,41***
INDICE DE CONDITIONNEMENT	6,38	7,85	7,06	26,65	30,5	28,87	23,07

Seuil de significativité : *** (p<0,01), ** (p<0,05), * (p<0,1).

Pour chaque variable, la valeur du coefficient de régression est suivie entre parenthèses de la valeur de la statistique de Wald (z).

Pseudo R² = (-LL(0) + LL) / -LL(0). Ce « pseudo R² » permet d'estimer la qualité de l'ajustement global. Stata ne fournit ce R² que pour les régressions sans effets spécifiques. Cependant, pour les régressions en panel, il est aussi possible de calculer un R². En effet, si le modèle était parfaitement explicatif, la valeur du log de la statistique de vraisemblance (LL) serait de 0. Ainsi, en comparant le LL du modèle comprenant uniquement la constante, à la valeur du LL du modèle qu'on cherche à estimer, on peut obtenir un « pseudo R² ». Cependant, ce « pseudo R² » ne correspond pas au R² des régressions en MCO et doit être interprété avec précaution, car il a tendance à être faible.

Wald Chi2 F : test du Chi2 de signification de la régression.

¹ La faiblesse des coefficients de la variable de volatilité s'explique par l'échelle de mesure utilisée. Alors que les autres variables de notre modèle sont des ratios ou des variables muettes et sont donc comprises en moyenne entre 0 et 1, les mesures de la volatilité sont elles comprises entre 0 et 10 000 000.

Apports de l'étude à la compréhension des déterminants du choix entre rachat d'actions et dividende dans le cadre des politiques de distribution

Notre étude a testé l'influence sur le choix de l'instrument de distribution, de la fiscalité, de la permanence des revenus et des stock-options. Nos résultats confortent, en partie, ceux des études nord-américaines. Ainsi, les facteurs explicatifs du choix entre dividende et rachat, mis en avant aux Etats-Unis, expliquent, au moins en partie, les décisions françaises.

- Influence de la fiscalité

Notre travail, qui s'intéresse à l'influence de la fiscalité du premier actionnaire et des dirigeants sur les politiques de distribution françaises, a permis de compléter les recherches existantes. De nouveau, il conforte la faiblesse de l'effet de la fiscalité.

Les acteurs qui devraient avoir une préférence fiscale pour le rachat, comme les dirigeants, les familles, les banques ou les entreprises, n'ont pas d'influence déterminante sur les décisions de distribution. Lorsque la taille de l'entreprise n'est pas contrôlée, nos résultats montrent même que les dirigeants poussent parfois à l'utilisation du dividende. Seule la non influence de l'état et des institutionnels semble conforme à notre hypothèse H1-C.

Notre étude montre donc que les actionnaires principaux ou les dirigeants n'influencent pas le choix de l'instrument de distribution pour diminuer leur fiscalité.

La préférence des principaux actionnaires pour le dividende ou le rachat semble répondre à d'autres critères : besoin régulier de liquidités ou volonté de conforter son contrôle actionnarial... Le souci de minimiser les taxes n'est qu'une influence parmi d'autres.

- Influence des stock-options des dirigeants

Les liens entre stock-options et rachat d'actions ont donné lieu à quelques recherches anglo-saxonnes. Cependant, ces études ne se situent pas strictement dans le cadre des politiques de distribution. Dans l'ensemble, elles ne permettent pas de différencier l'hypothèse d'utilisation du rachat pour couvrir les plans de stock-options, de l'hypothèse d'influence sur l'instrument de distribution, des dirigeants détenant des options.

Etant donné notre désir de compréhension des politiques de distribution, notre étude a ciblé uniquement les stock-options des dirigeants et non l'ensemble des plans de l'entreprise, mais elle s'est aussi focalisée uniquement sur les rachats effectués dans le cadre de politiques de distribution. Notre étude est la première, à notre connaissance, à isoler cette influence, sans la confondre avec les programmes de rachat mis en œuvre pour couvrir les plans d'options d'achat d'actions.

Les résultats de notre recherche confortent ceux de la littérature anglo-saxonne et montrent que le recours au rachat est influencé par les stock-options des dirigeants. Mais au-delà de confirmer cette influence sur le marché français, notre étude permet d'isoler l'influence des managers sur les décisions de distribution. Indépendamment du rôle de relation des programmes de rachat, les dirigeants favorisent, dans le cadre des politiques de distribution, l'utilisation du rachat pour valoriser leurs propres options personnelles.

Ce résultat montre que si les dirigeants ne prêtent pas attention à leur fiscalité, ils restent conscients de l'effet négatif des dividendes sur la valeur de leurs options.

- Permanence des revenus

Le dernier résultat direct de notre étude concerne l'influence de la permanence des revenus sur le choix de l'instrument de distribution. Notre analyse confirme les résultats de la littérature. Elle montre que plus les ressources de l'entreprise sont stables, moins elle a recours au rachat.

Le choix du rachat d'actions comme mode de distribution est influencé positivement par les stocks de liquidités et négativement par les revenus opérationnels.

La volatilité des revenus influence aussi positivement le choix du rachat. Cependant cet effet est faible, car il disparaît lorsque la taille de l'entreprise est contrôlée. C'est certainement la conséquence de la corrélation entre volatilité des revenus et taille de l'entreprise et du fort pouvoir explicatif de la taille.

Il est probable que les grosses entreprises connaissent et utilisent davantage les nouveaux instruments financiers. En effet, leurs départements financiers sont plus développés, avec davantage de moyens et des compétences financières étendues. Elles sont familiarisées depuis longtemps avec les marchés financiers et sont plus facilement au fait des habitudes anglo-saxonnes. Ces caractéristiques facilitent le recours aux programmes de rachat d'actions. Ainsi, les grosses entreprises sont plus facilement amenées à faire du rachat d'actions et le critère de taille reste plus explicatif que la volatilité. Les petites entreprises aux revenus très volatiles, auront plus rarement recours au rachat.

Nous pensons que ces résultats sont très spécifiques du contexte français et sont la conséquence de la lente intégration des programmes de rachat dans les habitudes des entreprises françaises. Il est probable, qu'avec le développement du rachat, la taille perde de son pouvoir explicatif et que la volatilité des revenus redevienne un facteur d'influence à part entière.

Nous venons de discuter des principaux résultats de notre étude et des relations que nous avons mis en avant. Cependant, notre étude a aussi souligné l'ampleur de ce qu'il reste à comprendre.

Les variables explicatives que nous avons testées dans cette étude n'explique qu'une faible part du choix entre dividende et rachat. Le « *pseudo R²* » montre que notre modèle explique environ 4% des décisions de rachat.

De plus, l'existence d'effets individuels (voir Tableau 4) prouve que chaque entreprise a des critères spécifiques pour choisir l'instrument de distribution.

Les décisions portant sur l'instrument de distribution sont donc influencées par beaucoup d'autres facteurs que ceux mis en avant par notre étude. Par exemple, il serait intéressant d'avoir des informations plus qualitatives sur les dirigeants et les principaux actionnaires, afin de mieux appréhender l'influence de leurs intérêts privés sur le choix de l'instrument de distribution. De même, il faudrait connaître l'influence des salariés ou autres stakeholders car ils exercent certainement une pression sur les décisions de distribution. Enfin, la récence de l'autorisation du rachat d'actions en France, a certainement une forte influence sur la façon dont il est utilisé aujourd'hui. Les capacités d'assimilations et le désir d'utiliser des nouvelles techniques vont varier d'une entreprise à l'autre, selon la structure de l'organisation, son aspect innovant...

Apports de l'étude à la compréhension des programmes de rachat d'actions et de leur rôle de distribution

S'il est difficile d'expliquer parfaitement le choix de l'instrument de distribution, c'est aussi faute d'une bonne connaissance du rachat et de ses déterminants propres.

D'un point de vue académique, le rachat est unanimement reconnu comme un des deux modes de distribution de liquidités aux actionnaires. Pourtant, dans le monde professionnel, son rôle est plus incertain. Le rachat peut, en réalité, résulter de motivations diverses, et ne jamais servir d'instrument de distribution. Ce paragraphe fait le bilan sur ce que cette recherche a apporté à la compréhension des décisions de rachat et à leur rôle de distribution.

- Faiblesse du rôle de distribution des rachats

En France, notre étude montre que le rachat est rarement utilisé comme un moyen de distribution. La description des programmes de rachat d'actions mis en oeuvre par les entreprises du SBF250, montre que les rachats nets et les annulations représentent une faible part des rachats totaux et concernent une minorité d'entreprises. Ce résultat tranche avec l'étude de Brav et al. (2005) qui montrent qu'aux Etats-Unis, une large partie des managers considèrent le rachat comme un moyen de distribution.

- Importance de l'aspect relatif du rachat

En France, la mise en place de programmes de rachat est principalement motivée par l'aspect relatif de ces opérations. L'étude descriptive réalisée en Section 3, a montré l'importance des rachats effectués dans ce but. Les montants alloués aux distributions de liquidités sont faibles comparativement à ceux alloués à la couverture des plans d'options ou d'obligations convertibles.

De plus, l'étude des motivations affichées dans les programmes de rachat confirme l'importance de cet aspect du rachat. Le rachat est avant tout un outil de couverture des plans de stock-options.

⇒ Notre étude a montré que, contrairement à ce qui est assumé dans la littérature, le rachat est rarement utilisé pour distribuer des liquidités aux actionnaires. Cela semble être une spécificité française qui est peut-être liée à la récence de son autorisation en France. Nous pensons donc que l'utilisation du rachat en France répond encore aujourd'hui à des variables spécifiques de frein au changement ou de crainte vis-à-vis de ce nouvel outil, plutôt qu'à des critères financiers systématiques.

CONCLUSION

Cette étude apporte non seulement à la compréhension des politiques de distribution et du choix de l'instrument, mais aussi à la compréhension des programmes de rachat d'actions. Notre étude a permis de valider sur le terrain français, certaines hypothèses déjà testées sur d'autres terrains. La permanence des revenus, les stock-options des dirigeants et les caractéristiques propres des principaux actionnaires influencent significativement le choix de l'instrument de distribution des entreprises françaises. Cependant, le pouvoir explicatif de ces variables est faible.

Notre recherche a aussi mis en avant la faiblesse du rôle de distribution du rachat en France. Cet outil est encore peu développé et est principalement utilisé pour diminuer les conséquences des instruments dilutifs tels que les stock-options. Le dividende reste, en France, le moyen de distribution privilégié.

BIBLIOGRAPHIE

Allen F. et Michaely R., 2003, "Payout Policy", dans G. Constantinides, M. Harris et R. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*.

Barclay M.J., Holderness C.G. et Sheehan D.P., 2004, "Dividends and Dominant Corporate Shareholders", *American Finance Association 64th annual meeting*, january 3-5, San Diego.

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R. et Michaely R.**, 2005, "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.
- Correia Da Silva L., Goergen M. et Renneboog L.**, 2004. *Dividend Policy and Corporate Governance* (Oxford University Press).
- De Angelo H., De Angelo L. et Skinner D.J.**, 1992, "Dividends and Losses", *Journal of Finance*, 47 (5), 1837-1863.
- Dereeper S. et Romon F.**, 2006, "Rachats D'actions Versus Dividendes : Effet De Substitution Sur Le Marché Boursier Français ?" *Finance Contrôle Stratégie*, 9 (1).
- Fenn G. et Liang N.**, 2001, "Corporate Payout Policies and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.
- Guay W. et Harford J.**, 2000, "The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57 (385-415).
- Hsieh J. et Wang Q.**, à paraître, "Insiders' Tax Preferences and Firm's Choice between Dividends and Share Repurchases", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Hu A. et Kumar P.**, 2004, "Managerial Entrenchment and Payout Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39 (4), 759-790.
- Jagannathan M., Stephens C.P. et Weisbach M.S.**, 2000, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jolls C.**, 1998, "Stock Repurchases and Incentive Compensation", Working Paper NBER, n°6467.
- Kahle K.M.**, 2002, "When a Buyback Isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options", *Journal of Financial Economics*, 63 (2), 235-261.
- Lee B.-S. et Rui O.M.**, 2007, "Time-Series Behavior of Share Repurchases and Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (1), 119-142.
- Lie E.**, 2005, "Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice", *Journal of Business*, 78 (6), 1-23.
- Lintner J.**, 1956, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, 46 (2), May, 97-113.
- Moser W.J.**, 2007, "The Effect of Shareholder Taxes on Corporate Payout Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (4), 991-1019.
- Oswald D. et Young S.**, 2005, "Open Market Share Reacquisitions, Surplus Cash, and Agency Problems", *AFA annual meeting*.
- Perez-Gonzalez F.**, 2003, "Large Shareholders and Dividends: Evidence from U.S. Tax Reforms", Working Paper Columbia University.
- Rapport de la Direction Générale des Impôts et de la Direction de la Législation Fiscale**, 2005, "La Fiscalité Française", disponible sur www.impots.gouv.fr.
- Renneboog L. et Trojanowski G.**, 2005, "Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of Uk Firms in the 1990s", Working Paper European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance, n°70/2005.
- Weisbenner S.**, 2002, "Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?" *AFA annual Meetings*, Atlanta

ANNEXE – FISCALITE FRANÇAISE SUR LES DIVIDENDES ET RACHAT D’ACTIONS

En France, le dividende est imposé comme un revenu, et les programmes de rachat comme une plus-value. Les taux d'imposition varient selon l'identité de l'actionnaire : personne physique ou morale. Les règles d'imposition ont évolué depuis janvier 2005. Le tableau ci-dessous présente la fiscalité des dividendes et du rachat avant et après ce changement.

Tableau 5- Imposition des dividendes et rachats en France

		Avant 2005	Après 2005
DIVIDENDE	Personne physique	<p><i>Avoir fiscal de 50%.</i></p> <p>L'actionnaire déclare le dividende plus l'avoir fiscal. Il retranche ensuite l'avoir fiscal de son impôt sur le revenu.</p>	<p><i>Abattement de 50% en 2005, puis 40% à partir de 2006.</i></p> <p>L'actionnaire applique sur le montant du dividende l'abattement ci dessus. Il retranche ensuite un abattement forfaitaire (1525 euros). Enfin, il bénéficie d'un crédit d'impôt de 50% (ou 40%) de son dividende, plafonné à 115 euros.</p>
	L'imposition de l'actionnaire dépend de sa tranche d'impôt sur le revenu.		
	Personne morale	<p><i>Avoir fiscal de 10% (si régime des sociétés mères 50%)</i></p> <p>L'actionnaire déclare le dividende plus l'avoir fiscal. Il retranche ensuite l'avoir fiscal de son impôt sur les sociétés (33,1/3%).</p>	<p>Le dividende est imposé pour son montant net, sauf pour les régimes de société mère, au taux de l'impôt sur les revenus (33,1/3%).</p>
RACHAT	Personne physique	Imposition de la plus-value au taux de 27% (impôt sur le revenu 16% + prélèvements sociaux 11%), si la cession est > à 15 000 euros.	
	Personne morale	<p>Imposition de la plus-value au taux de l'impôt sur les sociétés (33,1/3%).</p> <p>Dans le cas de plus-values sur titres de participation détenus depuis plus de deux ans, l'imposition se fait au taux des plus-values à long terme de 15%.</p>	

Tableau réalisé grâce au Rapport de la Direction Générale des Impôts et de la Direction de la Législation Fiscale (2005).

De plus, les investisseurs institutionnels ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés. Les actionnaires des fonds sont traités selon le principe de transparence fiscale : ils sont considérés fiscalement comme s'ils étaient personnellement propriétaires de leur quote-part des actifs.

Il est important de préciser que le dividende est imposé sur l'intégralité de la somme distribuée, au contraire du rachat qui n'est imposé que sur la plus-value, c'est-à-dire sur la différence entre le prix d'achat et le prix de vente du titre. Cela favorise les distributions utilisant le rachat. De ce fait, pour les personnes morales, l'imposition du rachat est inférieure à celle du dividende. En revanche, il est plus dur de conclure à la prédominance en matière de fiscalité de l'un ou l'autre des instruments de distribution pour les particuliers. L'outil le plus intéressant fiscalement dépend de la tranche d'imposition sur le revenu de l'investisseur et du montant de la plus-value. Pour les tranches basses, le dividende est plus avantageux. Pour les tranches hautes, le rachat est plus intéressant. En réalité, tous les cas sont possibles.