



Contents lists available at ScienceDirect

ScienceDirect

GEO LA REVUE
GESTION ORGANISATIONjournal homepage: www.elsevier.com/locate/rgo

La structure de propriété et la politique de rachat d'actions en France

Adel BOUBAKER^a, Rim EL HOUCINE^b

^aA. BOUBAKER, Université de Tunis Manar, 79 Route de la plage, 4011 Hammam Sousse, Tunisie

^bR. EL HOUCINE, Université de Tunis Manar, 79 Route de la plage, 4011 Hammam Sousse, Tunisie

ARTICLE INFO

Article history:

Received 09 October 12

Accepted 13 March 13

Keywords:

Rachat d'actions
Structure d'actionnariat
Concentration de propriété
Investisseurs institutionnels
Propriété managériale

ABSTRACT

Cet article étudie la relation entre la structure d'actionnariat des entreprises françaises et leur politique de rachat d'actions. L'étude porte sur un échantillon de 77 entreprises durant 2003-2008. Les résultats montrent que la concentration est associée négativement au rachat ; les institutionnels influencent négativement le rachat ce qui peut être expliqué leur préférence aux dividendes par rapport aux rachats et aux rétentions du bénéfice pour le réinvestir. D'autre part, on a trouvé une relation positive entre l'actionnariat managériale et le rachat expliquée par le pouvoir d'enracinement que peut jouer le rachat en augmentant le pourcentage d'actionnariat managériale rachetant des actions.

© 2013 Holy Spirit University of Kaslik. Hosting by Elsevier B.V.

Este é um artigo Open Access sob a licença de [CC BY-NC-ND](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

1. Introduction

Les rachats d'actions se sont considérablement développés en France depuis la loi du 2 juillet 1998 qui a fortement assoupli la réglementation de ces opérations. Ainsi, la réglementation française initiale en matière de rachat d'actions propres, définie par la loi du 24 juillet 1966, n'autorisait les rachats d'actions que par exception et selon une procédure très stricte et rigide. Cette loi a été considérablement réformée le 2 juillet 1998. La nouvelle loi a assoupli les conditions dans lesquelles les sociétés sont autorisées à racheter leurs propres actions. En raison du recours accru des entreprises aux rachats, les études se sont multipliées pour examiner les motivations de ces opérations. Si les politiques de distribution permettent de limiter les conflits d'agence, elles doivent donc être influencées par la structure d'actionnariat (concentration et nature des actionnaires), qui est un élément déterminant des conflits d'agence. Notre étude portera sur l'étude de l'impact de la concentration de propriété et de l'actionnariat des investisseurs institutionnels et des managers sur la politique de rachat d'actions. L'étude est estimée sur un échantillon de 120 entreprises

françaises cotées à l'indice SBF 120 et ce, sur une période de six ans 2003-2008 soient donc 720 observations. L'échantillon final comprend 462 observations.

Cet article se présente comme suit : la première section sous-tend la revue de la littérature, la deuxième section présente l'échantillon et la méthodologie utilisés, les résultats sont présentés dans une troisième section et la dernière partie conclut le travail.

2. Revue de la littérature

Deux types d'informations permettent de caractériser la structure de l'actionnariat : sa concentration plus ou moins forte, l'identité des principaux actionnaires. Quelles que soient les données utilisées, les différentes études s'accordent sur le caractère fortement concentré de l'actionnariat en France et l'importance du capital à caractère familial. Les comparaisons internationales font ressortir la spécificité de l'Europe

* Adel BOUBAKER. Adel.boubaker@fsegt.rnu.tn

Rim EL HOUCINE. rimelhoucine@yahoo.fr Tel: +216 27 256 745

Peer review under responsibility of Holy Spirit University of Kaslik.



Hosting by Elsevier

continentale, et notamment de la France, en matière de structure de l'actionnariat.

2.1. La concentration de propriété

Dans le prolongement du travail de Berle et Means [7], la théorie de l'agence a été développée sous l'hypothèse d'une structure de propriété dispersée. Cependant, plusieurs études montrent que la dispersion de l'actionnariat, caractéristique de la structure du capital des entreprises anglo-saxonnes, n'est pas un phénomène universel. Plusieurs recherches empiriques dont La Porta et al. [32] ou encore Faccio et Lang [20] soulignent l'importance des blocs de contrôle dans une large proportion d'entreprises.

Les comparaisons internationales font ressortir la spécificité de l'Europe continentale, et notamment de la France, en matière de concentration du capital et de structure de l'actionnariat.

Le cadre de divergence des systèmes de gouvernance dans le monde, a motivé la recherche sur le rôle de la politique de rachat d'action dans la résolution de certains types de conflits à l'intérieur de l'entreprise.

La littérature financière considère que la détention du pouvoir entre les mains d'un certain nombre d'actionnaire peut constituer un moyen efficace pour contrôler les dirigeants. Cependant, cette concentration peut déclencher des problèmes d'agence entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires fondés sur une relation d'expropriation (Nakamura et Shivdazani [36]; Gorton et Schmid [24]).

La complexité des problèmes d'agence auxquels sont exposés les actionnaires minoritaires diffère selon les pays. En partie, ceci est expliqué par les divergences entre les régimes légaux des systèmes de gouvernance qui offrent une importante protection aux actionnaires de ceux qui ne sont pas protecteurs du tout (Shleifer et Vishny [42]; La Porta et al. [33]). Dans ce sens, la protection légale des actionnaires minoritaires semble être la meilleure solution à de tels conflits.

La concentration du capital peut répondre au problème d'incitation des contrôleurs et contribuer à l'augmentation des performances de la firme. Ainsi, « Nous soutenons que la concentration, en créant des liens plus forts entre dirigeants et actionnaires, réduit les conflits d'intérêts et l'asymétrie d'information. De même, si la concentration augmente, le besoin diminue de signaler aux actionnaires la situation de la firme. » (Gadhoun, Y [22]).

Certes, la concentration de propriété joue un rôle majeur dans la détermination de la politique de distribution des bénéfices. En effet, dans les entreprises à propriété concentrée, le pouvoir crucial des actionnaires majoritaires et leurs discrétions dans les décisions les plus importantes comme la distribution de dividendes, et la décision de rachat deviennent majeurs.

Gomes [23] s'est concentré sur le conflit entre actionnaires contrôleurs et actionnaires extérieurs et suggère que les actionnaires dominants peuvent implicitement ne pas s'engager pour l'expropriation des actionnaires minoritaires. Plus spécifiquement, Gomes [23] considère que les managers sont capables de développer la réputation de bien traiter les actionnaires externes.

2.2. Les investisseurs institutionnels

Généralement les actionnaires institutionnels (banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite) ne détiennent que des participations très minoritaires (moins de 10%) dans des entreprises cotées. Leur rôle est cependant majeur car ce sont des acteurs qui dans une large mesure

définissent la valeur boursière des entreprises. Ils exercent une influence dominante sur la dynamique des marchés financiers et au sein des entreprises.

Les coûts d'agence peuvent devenir plus importants en cas d'actionnariat externe diffus à cause du coût élevé de l'information et de l'hétérogénéité des intérêts des actionnaires externes. La présence des investisseurs institutionnels peut alors avoir un effet direct sur les coûts d'agence résultant de la séparation entre propriété et contrôle. La manière avec laquelle les investisseurs institutionnels influencent le comportement des dirigeants n'est qu'une évidence empirique puisqu'on peut trouver le cas d'une politique passive (Porter [38]) et le cas d'un contrôle actif de la part de cette catégorie d'investisseurs (Bushee [9]).

Les conséquences du fort développement de l'actionnariat institutionnel sur les entreprises, restent à ce jour mal connues. En filigrane se profile la question centrale de la relation entre la présence des institutionnels, la performance de l'entreprise et la politique de rachat. Ces interrogations d'ensemble, imposent de faire le point sur les connaissances dont nous disposons sur ces acteurs.

Les détenteurs de bloc de contrôle, comme les institutionnels, pourraient trouver un intérêt à assumer les activités de surveillance, dans la mesure où ils possèdent une part importante des actions. Dans ce contexte, Shleifer et Vishny [41] et Allen et al. [3] suggèrent que ces actionnaires sont plus capables de contrôler les dirigeants que les propriétaires dispersés. Ils disposent d'une position privilégiée pour accéder à des informations sur l'entreprise, ses concurrents et son secteur d'activité. Ils peuvent donc mieux apprécier les performances des dirigeants, en les comparant notamment à celles des autres entreprises du secteur pour lesquelles ils possèdent des informations. Partant de l'argument de Jensen [30], avec une surveillance rigoureuse des dirigeants, les firmes sont plus disposées à payer leur flux de liquidité excédentaire.

Grinstein et Michaelley [26], [27] montrent qu'une détention d'action élevée par les investisseurs est associée avec un niveau de distribution élevé en raison des fonctions de surveillance exercées par ceux-ci. (C'est le rôle de mécanisme de contrôle des dirigeants et des actionnaires majoritaires qui est mis en exergue ici).

Les rachats sont devenus un véritable moyen de distribution de fonds aux actionnaires qui peut concurrencer un paiement « classique » de dividende. Ainsi, Fama et French [21] constatent une baisse significative du pourcentage des sociétés distribuant des dividendes et Grullon et Michalely [28] observent pour la première fois en 1998 un montant des programmes de rachat d'actions supérieur à celui des dividendes.

Grullon et Michalely [28] expliquent ce comportement par l'existence de conditions fiscales différentes (les plus-values sont généralement taxées à un taux d'impôt plus faible que les dividendes) entre ces deux modes de distribution. Les sociétés sont d'autant plus attirées par les programmes de rachat que l'avantage fiscal y afférent est important. Dans une période caractérisée par différents régimes fiscaux, les résultats de Rau et Vermaelen [39] sur le marché anglais valident également cette hypothèse fiscale. C'est la fiscalité supportée par les investisseurs institutionnels (fonds de pension, organisations de placement,...) et non par les investisseurs individuels qui détermine les politiques de distribution des sociétés.

Un autre courant de recherche prédit cependant une relation négative entre la présence d'institutionnel et la politique de distribution. En effet, vu l'importance accordée par ces investisseurs à tout ce qui est projets et réinvestissements ; ce type d'actionnaire préfère retenir les bénéfices et les réinvestir au lieu de les distribuer.

2.3. La propriété managériale

Etant donné que les investisseurs incorporent souvent les décisions managériales concernant le choix des politiques de l'entreprise (politique d'endettement, politique de distribution) dans l'évaluation de sa performance future (De Angelo et al. [16] et Benartzi et al. [6], un courant de pensée s'est focalisé récemment sur l'étude du lien propriété managériale-politique de distribution.

De prime abord, un courant de recherche a montré que le paiement de distribution des FCF diminue avec l'importance de l'actionnariat du dirigeant en le considérant comme un moyen d'alignement des intérêts entre agent et principal. (Charlier et Du Boys [11])

Ainsi, plus la part détenue par le manager est substantielle, plus leurs objectifs convergent. Ainsi, le recours aux autres mécanismes disciplinaires y compris le versement de dividendes ou le rachat des actions s'avèrent inutile. C'est la thèse d'alignement des intérêts (Jensen et Meckling [31]). En effet, plus le nombre d'actions détenues par les dirigeants est important, plus ces derniers seront motivés à chercher des projets plus rentables et plus leurs intérêts convergent avec ceux des actionnaires entraînant une réduction des coûts qu'ils supportent pour contrôler le dirigeant. Par ailleurs, lorsque leur droit au bénéfice résiduel est faible, les managers peuvent tirer profit d'autres sources de l'entreprise, ce qui risque d'affecter sa valeur. (Ali, Chen et Radhakrishnan [2]).

Cependant, en introduisant d'autres variables, les études récentes contredisent cette idée en s'appuyant sur l'effet d'enracinement qui peut dominer la relation propriété managériale-distribution des bénéfices. C'est la thèse d'enracinement des dirigeants (Collins et Wansley [13]).

Le modèle d'enracinement managérial stipule qu'à un certain niveau de propriété, les managers bénéficient d'un pouvoir de contrôle qui consolide leur position et s'engagent dans une attitude ne maximisant pas la valeur de la firme du moment où les coûts relatifs à un tel comportement sont inférieurs aux bénéfices de contrôle.

En absence de contrats complets, le problème principal-agent émerge du fait de la divergence d'intérêts des différents acteurs ; les propriétaires voulant maximiser la valeur de l'entreprise et les dirigeants cherchant à maximiser leur propre utilité, ce qui a pour effet de réduire la valeur de l'entreprise. Ce type de conflits apparaît principalement dans les grandes entreprises à actionnariat diffus où les dirigeants ne détiennent aucune part significative du capital (Charreaux [12]; Alexandre et Paquerot [1]).

La séparation du pouvoir et de la propriété est susceptible d'offrir aux dirigeants non-propriétaires la latitude de poursuivre des objectifs spécifiques, le plus souvent non compatibles avec ceux des actionnaires. (Burkart et al. [8] ; Anderson et Reeb [4]; Sharma [40]; Charlier et Lambert [10]).

Cette divergence d'intérêts entre le principal et l'agent est d'autant plus importante que le capital est dispersé entre plusieurs actionnaires.

Ainsi, la relation de l'agence est due au fait que le principal (propriétaire) estime que l'agent (dirigeant) est mieux placé que lui pour gérer son bien. L'asymétrie d'information est donc à l'origine de la relation conflictuelle. Le différentiel d'information génère un comportement opportuniste du dirigeant qui agit à l'encontre des intérêts de l'autre partie. Il en découle un phénomène de risque moral qui se présente dans le fait qu'un agent n'est pas initié à réaliser ses promesses quand son comportement est inobservable par l'autre partie.

La théorie de l'agence fournit une grille de lecture nouvelle pour examiner la politique de distribution qui serait un moyen de réduire les conflits réels ou potentiels entre actionnaires et dirigeants.

Comme a été suggéré par Jensen et Meckling [31], chaque groupe d'individu est censé maximiser sa fonction d'utilité et par conséquent des conflits peuvent émerger. Easterbrook [19] et Jensen [30] suggèrent une solution partielle à ce problème. Si les actionnaires peuvent minimiser les liquidités sous le contrôle des dirigeants, ces derniers n'auront pas la possibilité de les dépenser dans des projets à Valeur Actuelle Nette négative.

Pour Easterbrook [19], le fait de recueillir des capitaux sur le marché financier crée une discipline de comportement chez le dirigeant en raison de l'activité de surveillance engendrée par les investisseurs. Il est donc nécessaire d'intensifier l'accès au marché financier en limitant l'autofinancement pour réguler les conflits entre dirigeants et actionnaires externes. Le seul moyen d'y parvenir est la distribution de bénéfices régulièrement.

Pour une politique d'investissement donnée, la distribution du bénéfice invite les dirigeants à chercher les fonds nécessaires pour conserver la même politique d'investissement. Les emprunts supplémentaires nécessitent la mise en œuvre d'une procédure d'audit et de révision dans la société. Dans cet esprit, le rachat constitue un mécanisme implicite permettant aux actionnaires de contrôler la gestion des dirigeants et de savoir s'ils agissent dans l'intérêt de la firme.

En général, la dispersion du capital affaiblit le pouvoir de contrôle des actionnaires, laissant les plus grandes marges de manœuvres aux dirigeants. Plus particulièrement, les dirigeants ont intérêt à renoncer au paiement de dividendes qui leur permettent de percevoir des avantages en nature excessifs, ce qui se répercute par une baisse de valeur de la firme. Cette baisse se traduit par une chute des cours dont seuls les actionnaires (en tant que principal) subissent les conséquences.

L'utilisation des programmes de rachat peut être liée à la volonté des firmes de déclarer leur sous-évaluation au marché boursier. A l'inverse d'une augmentation de capital sanctionné par des rentabilités anormales négatives (Myers et Majluf [35] et Asquith et Mullins [5]), l'annonce d'un programme de rachat doit correspondre à une bonne nouvelle pour les investisseurs. Les études américaines de Comment et Jarrel [14] et de Grullon et Michaely [28] présentent des rentabilités anormales à l'annonce d'un programme de rachat d'actions de 2 à 3%. Ce résultat positif existe également en Europe.

Toutefois, le lancement d'un programme de rachat est un signal à faible coût, car il est assez facile d'obtenir l'accord des actionnaires. Les dirigeants de la firme ne s'engagent pas, ils s'octroient la possibilité d'acheter des actions sur le marché boursier. Dans cette perspective, le programme de rachat ressemble fortement à une option gratuite dont les dirigeants bénéficient lorsque le cours boursier dévie de la « vraie » valeur de l'entreprise. Cette hypothèse d'option est vérifiée par Ikenberry et Vermaelen [29]. Ils montrent que l'effet d'annonce d'un programme de rachat dépend de la volatilité des rentabilités boursières et du nombre d'actions concernés. Cependant, toutes les firmes ne disposent pas en permanence d'un programme de rachat d'actions actif. L'option de rachat d'actions n'a de valeur que lorsque l'entreprise possède des fonds à investir dans elle-même et si les dirigeants sont aptes à repérer les erreurs de valorisation par le marché. Dans ces circonstances, l'option est activée par les dirigeants qui achètent réellement des actions.

D'autre part, le risque de disparition de l'entreprise incite souvent les dirigeants à diversifier les activités de la firme. Néanmoins, une telle stratégie se trouve confrontée au refus des actionnaires qui préfèrent une diversification moins coûteuse de leur portefeuille d'action plutôt que l'élargissement du champ d'activité de l'entreprise. Par conséquent, les divergences d'intérêt constituent une source de conflits potentiels entre

dirigeants et actionnaires.

3. Echantillon et méthodologie

Nous sommes partis du constat qu'il y a peu d'investigations sur la relation entre structure de propriété et politique de rachat par l'entreprise de ces propres actions. Un point d'intérêt particulier de cette recherche est d'étudier l'effet de la structure de propriété sur la politique de rachat dans un contexte caractérisé par sa concentration et où il ya abondance de certains types d'actionnaires soit les investisseurs institutionnels et les managers.

3.1. Echantillon et collecte des données

L'étude est estimée sur un échantillon de 120 entreprises françaises cotées et ce, sur une période de six ans 2003-2008 soient donc 720 observations.

Pour assurer la cohérence de l'échantillon, nous avons éliminé les entreprises bancaires, financières ainsi que les entreprises immobilières car leurs politiques de rachat, leurs systèmes de gouvernance ainsi que la notion d'endettement sont différents par rapport à ceux des entreprises non financières.

Compte tenu de ce qui précède, notre échantillon est réduit à 77 entreprises, soit, 462 observations.

Pour l'ensemble des entreprises, nous avons collecté des données comptables, ainsi que des données concernant la distribution du bénéfice, l'actionnariat et la gouvernance sur six ans, soit de 2003 à 2008. Les données comptables ou celles concernant les dividendes sont extraites des états financiers (bilan et états de résultats) et des rapports d'activités publiés sur les sites Internet des sociétés concernées.

Les données concernant l'actionnariat et la gouvernance ont été récoltées à partir des rapports annuels des entreprises. Les données concernant le rachat d'actions sont issues des « notes d'informations relatives aux programmes de rachat d'actions », ainsi que des « déclarations faites par les entreprises des achats et cessions de leurs propres actions ». Ces documents sont publiés sur le site internet de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

3.1.1. Le rachat d'action

Les données communiquées au niveau des déclarations faites par les entreprises des achats et cessions de leurs propres actions montrent qu'il existe plusieurs formes de rachat effectif (rachat, cessions, annulation et transfert) et ceci selon les motivations présentées par l'entreprise.

Afin d'isoler les rachats d'actions résultant d'une décision de distribution, nous avons éliminé tous les rachats effectués dans le but de fournir des plans de stock-options, de réguler le cours ou d'investir. Ainsi, nous retenons une notion de RACHAT NET : c'est-à-dire le nombre d'actions rachetées pendant l'année minoré des actions cédées et des actions transférées.

Cette mesure du rachat estime le nombre d'actions qui sont annulées ou conservées au sein de l'entreprise et qui ne correspondent ni à une couverture de plans de stock-options, ni à un investissement, ni à une régulation de cours. Dans le cas d'un rachat net négatif, nous avons considéré que les rachats de l'entreprise n'étaient pas effectués dans le but d'une distribution aux actionnaires. Le rachat net a alors été considéré comme nul. Vu que le RACHAT NET est asymétrique, on a transformé cette variable en Logarithme népérien. Cependant la variable RACHAT NET peut être nulle, pour ceci notre mesure retenue LNRACHAT NET

qui est le logarithme népérien de rachat net +1.

3.1.2. La concentration de propriété

La variable retenue pour mesurer la concentration de propriété est l'indice Herfindhal de Demsetz et Lehn [17]. Cet indice est mesuré par la somme des carrés des pourcentages des actions détenues par les actionnaires.

$$ICH_i = \sum_{k=1}^n (P_{i,k})^2 \quad (1)$$

Où $P_{i,k}$ est la participation détenue par l'investisseur k dans la société i et n est le nombre d'actionnaires. La concentration est maximale lorsque l'indice est égal à l'unité. Elle est minimale lorsque tous les actionnaires ont une même participation dans le capital. Dans ce dernier cas, l'indice s'identifie à $1/n$. La concentration est d'autant plus grande que le nombre d'actionnaires est faible et que l'asymétrie par rapport à $1/n$ est grande.

3.1.3. La propriété institutionnelle

C'est le pourcentage des investisseurs institutionnels mesuré par le nombre des actions détenues par les institutionnels sur le nombre total d'actions.

Allen et al. [3] suggèrent que ces actionnaires sont plus capables de contrôler les dirigeants que les autres propriétaires. Ils disposent d'une position privilégiée pour accéder à des informations sur l'entreprise. Ils seront donc plus influents concernant les décisions financières de l'entreprise notamment la politique de distribution sous forme de rachat.

3.1.4. La propriété des dirigeants

Représentée par le pourcentage des actions détenues par les dirigeants, les salariés et les directeurs d'une même entreprise.

Selon la thèse de convergence des intérêts (Jensen et Meckling, [31]), la détention par les dirigeants d'une part du capital constitue une excellente incitation à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires. Plus la part du capital détenue par les dirigeants est importante, plus les divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants seront faibles. Ainsi, le recours à la politique de rachat comme un mécanisme de contrôle s'avère inutile.

3.2. Méthode d'analyse de données

Pour tester nos hypothèses de recherche, nous utilisons des régressions linéaires robustes aux problèmes d'hétéroscédasticité ou de normalité des résidus. Dans ce cas, les estimateurs obtenus par la méthode des moindres carrés ordinaires sont sans biais. De plus, nous avons prêté attention aux problèmes de colinéarité entre variables explicatives.

Grâce à l'étude des indices de conditionnement et des VIF (Variance Inflation Factor) de chaque variable, nous pouvons conclure qu'il n'y a pas de problème de colinéarité dans les régressions.

Les modèles à tester sont les suivants :

$$\text{Modèle 1: } \text{LNRACHATNET} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{HERF} + \alpha_2 \text{TAILLE} + \alpha_3 \text{DETTE} + \alpha_4 \text{FCF} + \alpha_5 \text{ROA} + \alpha_6 \text{DIV} + u_{it} \quad (2)$$

$$\text{Modèle 2: } \text{LNRACHATNET} = \beta_0 + \beta_1 \text{KINS} + \beta_2 \text{TAILLE} + \beta_3 \text{DETTE} + \quad (3)$$

$$\beta_4 \text{FCF} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{DIV} + u_{it}$$

$$\text{Modèle 3: LNRACHATNET} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{KDIR} + \gamma_2 \text{TAILLE} + \gamma_3 \text{DETTE} + \gamma_4 \text{FCF} + \gamma_5 \text{ROA} + \gamma_6 \text{DIV} + u_{it} \quad (4)$$

$$\text{Modèle 4: LNRACHATNET} = \mu_0 + \mu_1 \text{TAILLE} + \mu_2 \text{DETTE} + \mu_3 \text{FCF} + \mu_4 \text{ROA} + \mu_5 \text{DIV} + u_{it} \quad (5)$$

Dans ce qui suit, nous traitons la présentation et l'interprétation des résultats obtenus. Nous présenterons d'abord les résultats ainsi que l'interprétation de l'analyse descriptive et ensuite ceux de l'estimation.

4. Résultat empirique et discussions

4.1. Statistiques descriptives

L'analyse descriptive nous permet d'avoir une idée sur les variables utilisées. Elle permet de dégager quelques caractéristiques de notre échantillon. Le tableau 1 récapitule l'ensemble des statistiques des variables.

Tableau 1 - Statistiques descriptive

La structure de propriété des entreprises françaises est caractérisée par un actionariat en moyenne beaucoup plus concentré que les entreprises américaines. En effet, la concentration telle que mesurée par l'indice de Herfindhal est en moyenne égale à 15.32 % alors qu'elle est nettement inférieure en USA.

Pour ce qui est de la nature des actionnaires, nous remarquons que le pourcentage des actions détenu par les institutionnels est le plus important (40.24%). Ce résultat montre que ces derniers sont les actionnaires préférés des entreprises françaises. Ces investisseurs participent de plus en plus dans l'actionariat des firmes françaises.

Le fait que les fonds de pension français soient peu développés jusqu'à présent n'a pas empêché une croissance formidable des autres investisseurs institutionnels.

4.2. Analyse multi variée

Tableau 2- Régressions multi variée

Ce tableau présente les régressions de la distribution sous forme de rachat sur les variables de propriété ainsi que sur les variables de contrôle. Les coefficients sont estimés à partir de régressions linéaires. HERF: Concentration d'actionariat mesuré par l'indice de Herfindhal calculé par le carré des parts détenues dans le capital par tous les actionnaires. KINS: est le pourcentage du capital détenu par des investisseurs institutionnels. KDIR: le pourcentage du capital détenu par tout salarié, dirigeant ou directeur de la même entreprise. TAILLE: La taille est mesurée par le Log du total actif. DETTE: mesurée par le rapport entre les dettes totales et le total des actifs. FCF: est mesurée par le rapport entre le bénéfice net diminué des dividendes et majorées des dépréciations (amortissement) et le total des actifs de la firme. ROA: mesurée par le ratio bénéfice net / total actifs. DIV : Taux de distribution de dividende mesuré par le ratio dividendes/bénéfice net. ***, **, *, signifient que les coefficients sont statistiquement significatifs aux seuils respectifs de 1%,5%,10%.

| | Modèle 1 | Modèle 2 | Modèle 3 | Modèle 4 |
|----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| HERF | -6.958435** (0,028) | | | |
| KINS | | -29.22223* (0,086) | | |
| KDIR | | | 12.9117* (0,093) | |
| TAILLE | 1.017873 (0,399) | 1.522636 (0,204) | 1.624547 (0,170) | 1.130371 (0,352) |
| DETTE | -7.759219* (0,051) | -8.180071** (0,047) | -7.715953** (0,048) | -7.948195** (0,044) |
| FCF | -16.22093** (0,028) | -17.60112** (0,019) | -15.76188** (0,036) | -17.12533** (0,021) |
| ROA | 17.99497** (0,015) | 19.38075** (0,012) | 16.30217** (0,029) | 17.73307** (0,017) |
| DIV | 3.096003* (0,080) | 2.917162 (0,105) | 3.019106* (0,080) | 3.154712* (0,076) |
| R² | 0.4089 | 0.4040 | 0.4006 | 0.4037 |
| Nombre d'obs. | 462 | 462 | 462 | 462 |

| | Moyenne | Ecart-Type | Min | Max | Médiane |
|---------------------|-----------|------------|----------------------|-----------|-----------|
| LNRACHAT NET | 4.711317 | 6.351894 | 0 | 16.98237 | 0 |
| HERF | 0.1532312 | 0.1936351 | 1.32e ⁻⁰⁶ | 0.982081 | 0.078361 |
| KINS | 0.4024165 | 0.2712891 | 0 | 1 | 0.3769 |
| KDIR | 0.0465272 | 0.0965428 | 0 | 0.5413 | 0.0022825 |
| TAILLE | 15.29034 | 1.602138 | 12.20708 | 18.931 | 15.2345 |
| DETTE | 0.2628447 | 0.1686537 | 0 | 0.9 | 0.256772 |
| FCF | 0.20938 | 0.0435231 | -0.1770028 | 0.2628708 | 0.023473 |
| ROA | 0.0355076 | 0.0554878 | -0.2093275 | 0.377845 | 0.033755 |
| DIV | 0.2686309 | 0.2478524 | 0 | 1 | 0.262384 |

Le tableau 2 présente les résultats des différentes régressions linéaires. Ils sont satisfaisants aussi bien sur le plan économétrique que sur celui de l'interprétation économique et financière. La plupart des variables retenues semblent exercer un effet important sur le niveau de rachat net d'actions.

4.2.1. La concentration de propriété

Dans le premier modèle étudié, il s'agit de tester l'existence d'une relation entre la concentration de propriété telle que mesurée par l'indice de Herfindhal et la politique de rachat d'actions.

Les résultats d'estimation montrent que la relation entre concentration et le rachat net des actions est négative et significative. Ce résultat est en concordance avec les travaux théoriques et empiriques qui affirment qu'un niveau de concentration élevé constitue un moyen efficace de contrôle des dirigeants. (Skjeltorp et Odegaard, [43]). Certes, La littérature financière considère que la détention du pouvoir entre les mains d'un certain nombre d'actionnaire peut constituer un moyen efficace pour contrôler les dirigeants.

Ainsi, dans ce type de société, on aura moins de besoin de rachat d'actions

qui constitue un moyen disciplinaire. Ceci est conforme aux résultats des études empiriques qui ont trouvé qu'il y a une relation positive entre le nombre des actionnaires et le rachat d'actions donc une relation positive entre dispersion de propriété et rachat d'actions. En effet, la conséquence de la dispersion de propriété est l'insuffisance de contrôle, de ce fait ces firmes exécutent leurs programmes de rachat pour distribuer les cash flows disponibles et réduire les coûts d'agence relatives aux cash flows. Donc, le rachat constitue un moyen disciplinaire tout comme la concentration de propriété.

La concentration du capital peut répondre au problème d'incitation des contrôleurs et contribuer à l'augmentation des performances de la firme. Ainsi, « Nous soutenons que la concentration, en créant des liens plus forts entre dirigeants et actionnaires, réduit les conflits d'intérêts et l'asymétrie d'information. De même, si la concentration augmente, le besoin diminue de signaler aux actionnaires la situation de la firme. » (Gadhoom, Y[22]).

Le rachat de ses propres actions par une entreprise, comme la distribution de dividendes, est souvent interprétée comme un moyen pour les dirigeants de véhiculer une information privilégiée (Tsetsekos et al. [45]), étant donné que dans les structures d'actionariat concentrées le problème d'asymétrie informationnelle ne se pose pas entre actionnaires majoritaires et dirigeants, le rôle informationnel et de signal du rachat diminue.

4.2.2. La propriété institutionnelle

Le rachat net diminue avec la présence des investisseurs institutionnels parmi les actionnaires de la société. Cette relation peut être expliquée par le fait que ces investisseurs (fonds communs de placement, banques, compagnies d'assurances,...) accordent beaucoup plus d'importance à tout ce qui est projets d'investissement par rapport aux distributions de bénéfices. Donc ils préfèrent retenir le Cash Flows disponible et le réinvestir que de le distribuer. D'autre part, cette relation négative peut s'expliquer par la préférence des institutionnels aux dividendes par rapport aux rachats et ce pour des raisons fiscales (plus imposés sur les gains en capital). (Cook et Jeon [15])

Ainsi, comme il était postulé par Maury et Pajuste [34] qui ont trouvé une relation négative entre rachat et propriété des institutionnels. Ces auteurs affirment que le ratio de distribution baisse lorsque le propriétaire de contrôle est une entreprise ou institution financière affiliée à un groupe de sociétés. D'après ces auteurs, il est possible que ces firmes préfèrent plutôt retenir ces fonds afin de les exploiter dans des projets dans le groupe.

Ce résultat est contraire avec celui Grinstein et Michalek [25] qui trouvent que les institutionnels augmentent leurs propriétés dans les sociétés qui rachètent leurs actions et diminuent leurs propriétés dans les sociétés qui distribuent des dividendes et donc ils ont une préférence aux rachats par rapport aux dividendes. De même ces auteurs en 2005, montrent que ces investisseurs bénéficient d'un pouvoir considérable au sein de l'organisation qui leur permet d'assurer un suivi permanent du management afin de pouvoir profiter des opportunités qui se présentent dans l'entreprise. Une façon de contrôler les dirigeants consiste à distribuer les free cash-flow disponibles sous forme de rachat afin de limiter une utilisation aberrante des fonds par le Manager.

4.2.3. La propriété managériale

Le versement de free cash-flow aux actionnaires est un mécanisme

efficace aidant à la résolution des conflits d'agence, quelle que soit la forme de cette distribution entre autre le rachat des actions. Ainsi, selon Jensen [30], le free cash-flow représente le cash-flow (ou fonds discrétionnaires) à la disposition des dirigeants après financement de tous les projets à Valeur Actuelle Nette positive.

La propriété managériale peut constituer un mécanisme important d'alignement des intérêts des managers et ceux des actionnaires. Ainsi, plus le nombre d'actions détenues par les dirigeants est important, plus ces derniers seront motivés à chercher des projets plus rentables et plus leurs intérêts convergent avec ceux des actionnaires entraînant une réduction des coûts qu'ils supportent pour contrôler le dirigeant.

Par ailleurs, lorsque leur droit au bénéfice résiduel est faible, les managers peuvent tirer profit d'autres sources de l'entreprise, ce qui risque d'affecter sa valeur. Lorsque les dirigeants ne détiennent pas la totalité du capital, ils seront incités à augmenter leurs prélèvements dans l'entreprise du moment où ils ne supportent pas la totalité des coûts de leur opportunisme. En fait, les dirigeants constituent des agents particuliers qui peuvent utiliser les ressources de l'entreprise pour s'enraciner et augmenter ainsi leur pouvoir et les différents avantages qu'ils perçoivent (liberté d'action, sécurité d'emploi, rémunération, avantages en nature...) Stiglitz et Edlin [44] montrent comment les dirigeants peuvent utiliser l'asymétrie d'information avec les différents partenaires et les équipes dirigeantes concurrentes pour dissuader ces dernières de postuler à la direction de l'entreprise. La politique d'investissement constitue, à cet égard, un outil remarquable d'enracinement pour les dirigeants.

Les stratégies d'enracinement développées par les dirigeants ont pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est à dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information...)

Ainsi, la relation positive observée pour la propriété managériale peut être expliquée par le fait que le rachat constitue un moyen additionnel d'enracinement pour les dirigeants. Ce résultat est en concordance avec celui de Skjeltorp et Odegaard [43].

Certes, les managers qui veulent augmenter les proportions de leurs actionnariats dans les sociétés qu'ils dirigent rachètent des actions de celles-ci. Les choix financiers (en termes de politique de dividende et d'endettement ou de rachat d'actions) peuvent représenter un vecteur d'enracinement managérial. En effet, les politiques financières peuvent élargir le pouvoir discrétionnaire du dirigeant.

4.2.4. Les variables de contrôle

Notre modèle inclut enfin les caractéristiques des entreprises en tant que variables de contrôle. Les résultats montrent que le rachat net est positivement associé à la performance de l'entreprise et à sa politique de dividende. Les coefficients de ces variables sont statistiquement significatifs. Par contre aussi bien l'endettement que le Free Cash-Flow influencent négativement le rachat.

En effet, l'endettement, constitue un mécanisme de contrôle substituable au rachat. Ces deux variables étant des mécanismes de contrôle des coûts d'agence liés au free cash flows, les entreprises utilisant moins l'endettement devraient, toutes choses égales par ailleurs, racheter plus d'actions.

La relation négative et significative entre rachat et FCF est en contradiction avec l'hypothèse de Jensen [30] qui stipule qu'une firme

disposant de Free Cash Flow élevés est obligée de majorer ces distributions afin de pouvoir atténuer le problème d'utilisation aberrante des fonds par le dirigeant dans des investissements non rentables. Cela laisse suggérer que les actionnaires français n'utilisent pas les rachats comme moyen de contrôle des fonds mis à la disposition du manager et recourent plutôt à l'usage des instruments disciplinaires autres que les rachats. En effet, une émission de dette pourrait être l'un de ces instruments, qui oblige le manager à affecter les FCF en priorité au remboursement de l'emprunt.

On observe aussi que les sociétés les plus performantes rachètent plus d'actions. Cette relation positive a été détectée par Nohel et Tarhan [37] qui ont montré que le pouvoir disciplinaire du marché remplace un mécanisme de gouvernance interne défaillant. D'autre part, comme il a été suggéré par Denis et Mc Connel [18], la politique de distribution peut contribuer à améliorer la performance de l'entreprise en réduisant les conflits d'agence.

La relation positive entre rachat d'actions et distribution de dividende peut s'expliquer par le fait que ces deux politiques sont plutôt complémentaires que substituables. C'est-à-dire que le rachat et le dividende coexistent et non pas se substituent.

5. Conclusion:

Dans ce papier, on a testé la relation entre la concentration de propriété et l'actionnariat des investisseurs institutionnels et des dirigeants et la politique de rachat des actions. On a utilisé la méthode des moindres carrés ordinaires sur un échantillon de 77 firmes françaises durant six ans 2003-2008. Les résultats ont montré que la concentration de propriété est négativement corrélée avec le rachat d'action qui s'explique par le rôle disciplinaire des blocs de contrôle ; par ailleurs, la propriété des institutionnels influencent négativement le rachat des actions ce qui peut être expliqué par la préférence de ces derniers aux dividendes par rapport aux rachats pour des raisons fiscales. D'autre part, on a trouvé une relation positive entre l'actionnariat des dirigeants et le rachat et ceci a été expliqué par le pouvoir d'enracinement que peut jouer le rachat en augmentant le pourcentage d'actionnariat des managers qui rachètent des actions.

REFERENCES

- [1] Alexandre H, M Paquerot. Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, *Finance Contrôle Stratégie*, 2000, 3, p.5-29
- [2] Ali A, Chen T, S Radhakrishnan. Corporate disclosures by family firms, *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 44, issue 1-2, 238-286.
- [3] Allen F, A Bernardo, I Welch. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles, *Journal of Finance*, 2000, 55, 6, 2499-2536
- [4] Anderson RC, DM Reeb. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 2003, 58, 1301 – 1328
- [5] Asquith P, DW Mullins. Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics*, 1986, 15, 61–89.
- [6] Benartzi S, R Michaely, R Thaler. Do Changes in dividends signal the Future or the Past?, *Journal of Finance*, 1997, 52, 1007-1034
- [7] Berle A, Means GC. *The modern corporation and private property*, New York, NY, Macmillan, 1932
- [8] Burkart M, F Panuzzi, A Schleifer. Family Firms, *Journal of Finance*, 2003, 5,167-2201.
- [9] Bushee BJ. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, *The Accounting Review*, 1998, 73, 3, 305-333
- [10] Charlier P, G Lambert. Analyse multivariable de la performance des PME familiales : une lecture par la théorie positive de l'agence, *Management international*, 2009, 13 (2), 67-79
- [11] Charlier P, C Du Boys. Gouvernance familiale et Répartition de la valeur : Etude des Politiques de distribution aux actionnaires des entreprises Familiales cotées, *La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit*, 2010
- [12] Charreaux G. *Le gouvernement des entreprises : théories et faits, recherche en gestion*, Paris, Economica, 1997
- [13] Collins C, JW Wansley. The Impact of Trust-Preferred Issuance on Bank Default Risk and Cash Flows: Evidence from the Debt and Equity Securities Market, *The Financial Review*, 2003, 38, 235-256
- [14] Comment R, GA Jarrel. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed price self-tender offers and open market share repurchases, *Journal of Finance*, 1991, 46, 4, 1243-1272.
- [15] Cook DO, JQ Jeon. Foreign ownership, domestic ownership and payout policy, Working Paper, 2006.
- [16] DeAngelo H, L DeAngelo, DJ Skinner. Reversal of Fortune Dividend Signaling and the disappearance of sustained earnings growth, *The Journal of Financial Economics*, 1996,40, 341-371
- [17] Demsetz H, K Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 1985, 93, 6, 1155-1177.
- [18] Denis DK, JJ Mcconnell. International corporate governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38, 1, 1-36.
- [19] Easterbrook F. Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 1984, 26, 650-659
- [20] Faccio M, LHP Lang. The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 2002, 65, 365-395.
- [21] Fama E, K French. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, 2001, 60, 3-43
- [22] Gadhoun Y. Types de contrôle et dividendes multiformes. , *FINECO*, 7, 1997, 149-173
- [23] Gomes M. Going public without governance: Managerial reputation effect, *Journal of Finance*, 2000, 52, 2, 615-646
- [24] Gorton G, FA Schmid. Class struggle insider the firm. A study of German codetermination, Working Paper, 2000, 7945
- [25] Grinstein Y, R Michaely. Institutional holdings and payout policy, Working Paper, 2001, Cornell University.
- [26] Grinstein Y, Michaely. Institutional Holdings and Payout Policy. Working Paper, 2003
- [27] Grinstein Y, R Michaely R. Institutional Holdings and Payout Policy, *Journal of Finance*, 2005, 60,3, 1389-1426
- [28] Grullon G, R Michaely. Dividend, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, Rice. University Working Paper, 2000
- [29] Ikenberry D, T Vermaelen. The Option to Repurchase Stock, *Financial Management*, 1996, 25, 9-24
- [30] Jensen MC. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 1986, 76, 323-329
- [31] Jensen MC, WH Meckling. Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 305-360
- [32] La Porta R, F Lopez -De -Silanes, A Shleifer, R Vishny. Investors protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, 3-27
- [33] La Porta R, F Lopez -De -Silanes, A Shleifer, R Vishny Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 1999, 54, 471-517.
- [34] Maury CB, A Pajuste. Controlling shareholders, agency problems and dividend policy in Finland, mimeo, Swedish School of Economics and Business Administration, 2002, 14-45.
- [35] Myers S, N Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 1984,13, 187-221
- [36] Nakamura M, A Shivdazani, R Morck. Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan, *The Journal of Business*, 2000, 73, 4, 539-567.

- [37] Nohel T, V Tarhan. Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow, *Journal of Financial Economics*, 1998, 19, 187-222.
- [38] Porter, Capital disadvantage: America's failing capital investment system. , *Harvard Business Review*, 1992, 70, 5, 65-82
- [39] Rau P, T Vermaelen. (2002), Regulation, Taxes and Share Repurchases in the United Kingdom, *Journal of Business*, 75, 2, 245-282.
- [40] Sharma P. An Overview of the field of family Business Studies: current status and direction for the future, *Family Business Review*, 2004, 17.
- [41] Shleifer A, RW Vishny. Large shareholders, *Journal of Political Economy*, 1986a, 94,3, 461-488.
- [42] Shleifer A, RW Vishny. The quality of government, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1999, 15, 222-279
- [43] Skjeltop JA, BA Odegaard. The ownership structure of repurchasing firms, working paper, 2004, Norges Bank.
- [44] Stiglitz JE, AS Edlin. [1992], Discouraging Rivals : managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies , NBER Working Paper, 4145, August
- [45] Tsetsekos GP, DJ Kaufman, LJ GITMAN. A survey of stock repurchase motivations and practices of major US corporations, *Journal of Applied Business Research*, 1988, 7, 3, 15-21.