

## **Pourquoi choisir le rachat d'actions ?**

### **Why share repurchase ?**

**Lamyaa RIAD**

Doctorante en Sciences de Gestion à La FSJES – Settat  
Laboratoire de Recherche en Sciences de Gestion LRSG

[lamyaa1riad@gmail.com](mailto:lamyaa1riad@gmail.com)

**Karima TOULI**

Enseignante chercheur à la FSJES Settat, Département de Gestion  
Laboratoire de Recherche en Management et Développement LRMD

[toulikarima@hotmail.fr](mailto:toulikarima@hotmail.fr)

## **Résumé :**

Lorsque les entreprises réalisent un bénéfice, elles ont tendance à utiliser les flux de trésorerie excédentaires à deux fins principales. L'une est de verser des dividendes à leurs actionnaires et l'autre est de les garder entant que capitaux propres. Ces bénéfices non distribués peuvent être utilisés pour servir d'autres opportunités d'investissement. Cependant, lorsque les opportunités d'investissement sont insuffisantes, les bénéfices non distribués peuvent également être utilisés pour racheter des actions auprès d'actionnaires existants. Ces trois dernières décennies, le rachat d'actions devient de plus en plus un moyen important pour les entreprises pour récompenser leurs actionnaires. Le présent article a pour objectif de présenter d'une part quelques-unes des principales raisons des rachats d'actions, et les avantages et les inconvénients qui en découlent pour les investisseurs et les autres parties prenantes, et d'autre part, il propose de comparer les dividendes avec les programmes de rachats d'actions.

**Mots-clés :** politique de distribution, rachats d'actions, motivations, les flux de trésorerie disponibles, bénéfices.

## **Abstract**

When firms make a benefit, they have tendency to use the redundant fluxes of treasury for two main aims. The first one is to pay dividends to their stockholders and the other one is to keep them as equity. These undistributed profits can be used to serve other opportunities of investment. Though, when investment opportunities are insufficient, undistributed profits can also be used to buy back shares from existing shareholders. These last three decades, buying back shares is becoming more and more an important way for companies to reward their shareholders. Over the last three decades, share buybacks are becoming an important way for companies to reward their shareholders. The purpose of this article is to present some of the main reasons for share buybacks, and the advantages and disadvantages for investors and other stakeholders, and to propose to compare dividends with share buyback.

**Keywords:** Payout policy, share buybacks, incentives, free cash flow, profits.

## Introduction

Lorsqu'une entreprise décide de rendre à ses actionnaires tout ou partie de ses flux de trésorerie disponibles, elle peut le faire en versant des dividendes ou en rachetant des actions. Jusqu'au milieu des années 80, les dividendes constituaient le principal mécanisme pour distribuer la richesse des entreprises aux actionnaires. Cependant, à partir de cette période, les entreprises ont commencé à racheter leurs propres actions et récemment cette opération devient un moyen important de la distribution de bénéfice aux actionnaires surtout dans les pays développés. Ces opérations sont assez développées chez les sociétés américaines en particulier avant la crise financière de 2007-2008, ils ont poussé la distribution des bénéfices à des niveaux historiques. La proportion des sociétés versant des dividendes est passée de 78% en 1980 à 43% en 2014, tandis que la part des sociétés ayant racheté des actions est passée de 28% à 41% au cours de la même période. L'utilisation accrue des rachats d'actions est principalement motivée par quelques avantages clés de cette option, notamment les avantages fiscaux et la flexibilité financière. Selon Dittmar (2008) le volume global annuel de rachats aux États-Unis a dépassé celui des dividendes pour la première fois en 2005. Le Wall Street Journal a rapporté qu'entre 2006 et début 2013, DirecTV a racheté 57% de ses actions, soit la proportion la plus élevée d'actions rachetées parmi les actions du S&P 500 au cours de cette période (Brigham & Houston, 2013).

De plus, de novembre 2015 à janvier 2016, 378 firmes qui entrent dans la composition de l'indice S&P 500 ont racheté pour 568.9 milliards de dollars de leurs propres actions. En revanche, les opérations de rachat d'actions ne font toutefois pas partie des priorités des investisseurs français. La culture du dividende reste un peu forte en France<sup>1</sup>, en 2015 les sociétés du CAC 40 n'ont racheté que 5.24 Milliards d'euros. Comme le souligne Du Boys (2008) dans leur étude, la quasi-totalité des sociétés françaises cotées utilisent le dividende comme moyen de rémunération des actionnaires, et que le rachat d'actions ne constitue qu'un complément du dividende. Également, les entreprises marocaines valorisent surtout la distribution régulière et significative de dividendes. À l'inverse, les programmes de rachats d'actions sont limités. En 2015, seulement cinq sociétés cotées ont mis en place des

---

<sup>1</sup> Voir la figure 1 : Dividendes et rachats d'actions des entreprises du CAC 40.

programmes de rachat d'actions. Ainsi, de 2003 à 2016, 91 programmes de rachat d'actions ont été lancés sur le marché boursier marocain.

Dans le présent travail, nous montrons l'importance des programmes de rachat d'actions en tant qu'outil de distribution et leur croissance dans ces dernières décennies. Notre étude révèle que pour comprendre ce phénomène, il est important de distinguer les différences entre le rachat d'actions et le versement de dividende.

Cet article s'articule comme suit. Premièrement, nous présentons les mécanismes communs de rachat. Deuxièmement, nous nous intéressons aux raisons selon lesquelles les entreprises choisissent le rachat d'actions à la place de dividendes. Enfin, nous discuterons l'argument selon lequel le rachat d'action peut être considéré comme alternative de la distribution de dividende.

## **1. Les formes de rachat d'actions**

Les quatre méthodes les plus courantes de rachat d'actions sont les suivantes: l'offre publique de rachat d'actions (OPRA), le rachat par ramassage en bourse, le rachat aux enchères à la Hollandaise et le rachat en bloc.

### **1.1. Les offres publiques de rachat d'actions**

Selon la technique d'offres publiques de rachat d'actions (Fixed Price Self Tender Offer), une entreprise propose aux actionnaires d'acheter un certain nombre d'actions, généralement à un prix fixé par avance. Ce prix d'offre est supérieur au prix actuel du marché. Si les actionnaires apportent plus d'actions que ce qui était initialement demandé par la société, la société peut choisir d'acheter tout ou partie de l'excédent tant qu'il traite tous les actionnaires de manière égale. Certaines offres d'achat sont utilisées pour éliminer les actionnaires irréguliers, car elles éliminent les coûts de service aux actionnaires.

### **1.2. Le rachat de titres sur le marché**

Le rachat sur marché ou le rachat par ramassage en bourse (Open Market repurchase) est la méthode la plus couramment utilisée pour racheter des actions. Ils représentent 95% du total des rachats d'actions aux États-Unis (Grullon et Ikenberry., 2000). Dans ce cas de rachat, la société achète des actions par l'intermédiaire d'un courtier comme le ferait n'importe quel

autre investisseur. Une société qui veut acheter des actions peut étaler ses achats au fil du temps afin de ne pas augmenter temporairement le prix de l'action en achetant un grand nombre d'actions. Cette pratique a fait l'objet d'un litige réglementaire et juridique du au fait que les entreprises pourraient utiliser des rachats pour manipuler le cours de leurs actions.

### **1.3. Le rachat aux enchères à la Hollandaise**

Le rachat par les enchères à la Hollandaise ( Dutch Auction Self Tender Offer) représente une alternative de rachat sur marché (Lease, John, Kalay, Leowenstein, & Sarig., 2000). Dans cette technique, l'entreprise indique une série de prix auxquels elle est disposée à racheter des actions. Les actionnaires soumettent des offres pour la quantité d'actions qu'ils vendront à chaque prix. L'entreprise agrège ces ordres et choisit le prix le plus bas auquel elle peut racheter le nombre d'actions désiré. Tous les actionnaires soumissionnaires reçoivent ce prix pour leurs actions. Bagwell (1992) constate que la principale différence entre ces deux méthodes, réside dans le fait que l'offre d'achat utilise un prix fixe, tandis que le rachat aux enchères à la Hollandaise utilise une série de prix racheté des actions. Les grandes entreprises ont tendance à utiliser davantage cette technique par comparaison aux petites entreprises.

### **1.4. Le rachat en bloc**

Les programmes de rachat en bloc « Targeted repurchase » sont des transactions avec une prime très élevée et qui n'ont pas eu lieu sur le marché central. Les entreprises s'engagent dans des rachats en bloc pour diverses raisons. Dans de rares cas, un seul grand actionnaire peut racheter à un prix inférieur à celui d'une offre publique de rachat d'actions. Les frais juridiques dans un rachat en bloc peuvent également être inférieurs à ceux d'un rachat plus typique. En outre, les actions des grands actionnaires sont souvent rachetées pour éviter une prise de contrôle défavorable à la direction.

## **2. Les motivations des opérations de rachat d'actions**

Différentes études antérieures ont eu pour motivation d'examiner les raisons pour lesquelles les entreprises s'engagent dans un programme de rachat d'actions. Les principales motivations des rachats d'actions sont récapitulées ci-dessous.

- **L'effet de signalisation**

L'hypothèse de signalisation par les programmes de rachats d'actions trouve son origine dans les asymétries d'information qui existent entre les dirigeants et les investisseurs extérieurs. Ces asymétries incitent les entreprises à annoncer des programmes de rachat d'actions pour transmettre au marché des informations positives sur les perspectives d'avenir de l'entreprise. Ils signalent à l'entreprise que les cours des actions existantes sont inférieurs à la valeur intrinsèque des actions (Jagannathan & Stephens, 2003). Ginglinger et L'Her (2002), Srairi (2009) constatent que le marché réagit positivement à l'annonce des rachats d'actions, cela est conforme à l'hypothèse signalisation. Selon Ginglinger et L'Her (2002) l'annonce de programme de rachat d'actions en France est généralement une bonne nouvelle pour les investisseurs puisqu'une réaction globalement positive de + 0.57% a été enregistrée.

- **Les flux de trésorerie disponible**

L'hypothèse de flux de trésorerie disponible est basée sur les travaux d'Easterbrook (1984) et Jensen (1986). Les rachats d'actions et les dividendes sont des mécanismes permettant de distribuer l'excédent de trésorerie aux actionnaires et de réduire les coûts d'agence liés à la tendance de la direction financière d'investir dans des projets égocentriques. Sur la base de cette hypothèse, on pourrait s'attendre à ce que les entreprises ayant un excédent important de flux de trésorerie disponibles rachètent davantage d'actions.

- **La substitution de dividendes**

La substitution de dividendes implique que les rachats d'actions deviennent un moyen important pour les entreprises de distribuer de l'argent aux actionnaires par rapport aux dividendes et que les entreprises substituent des dividendes par des rachats d'actions. Des études empiriques sur la politique de distribution intègrent les dividendes et les rachats d'actions comme formes alternatives de décaissement, et tentent de déterminer si ces deux mécanismes sont des compléments ou des substituts. Par exemple, Jagannathan et al. (2000) ont trouvé des preuves indiquant que les rachats semblent servir le rôle complémentaire de verser les flux de trésorerie à court terme et ne semblent pas remplacer les dividendes. Cependant, Grullon et Michaely (2002); DeAngelo, DeAngelo et Skinner (2004); et Hsieh et Wang (2007) trouvent une substitution généralisée des rachats d'actions aux dividendes tant aux États-Unis qu'en Europe, en particulier les entreprises qui ne font pas partie des plus

grandes entreprises. L'hypothèse de substitution de dividende et l'hypothèse de substitution motivée par l'impôt sont complémentaires l'une pour l'autre. Selon Grullon et Michaely (2002) l'hypothèse de substitution motivée par l'avantage fiscale implique que les entreprises préfèrent le rachat d'actions si la charge fiscale est plus élevée sur les dividendes que sur les plus-values, puisque les dividendes sont soumis à l'impôt ordinaire sur le revenu, tandis que les investisseurs ne paient que la taxe sur la différence entre le prix d'achat et le prix de vente.

- **Le réajustement de la structure du capital**

Selon l'hypothèse de rajustement de la structure du capital, les rachats d'actions constituent un moyen courant pour les entreprises de modifier leur structure de capital, et les entreprises peuvent utiliser le rachat d'actions pour ajuster leur structure de capital et répondre aux effets dilutifs potentiels des programmes d'achat d'actions. Lamba et Luan (2004) constatent que les sociétés utilisent les rachats d'actions d'une part pour signaler une information favorable au marché. D'une autre part de distribuer de l'argent excessif aux actionnaires afin de réduire les problèmes d'agence et enfin améliorent sur le long terme le levier financier.

- **La dilution de bénéfice par action**

Un autre motif pour lequel les entreprises peuvent racheter des actions est d'éviter la dilution qui découle de l'exercice des options d'achat d'actions des employés. Kahle (2002) a étudié la relation entre les rachats et les options de collaborateurs et suggère que si les motivations traditionnelles existent encore, décrites par l'hypothèse de la signalisation et des flux de trésorerie, aucune de ces hypothèses ne peut expliquer la hausse des rachats. Kahle conclut que les managers rachètent à la fois pour maximiser leur propre richesse et pour financer les plans d'options d'achat d'actions des employés. Elle constate également que le marché réagit moins positivement aux annonces de rachats par des entreprises ayant des niveaux élevés d'options d'achat d'actions d'employés en circulation.

Le tableau suivant synthétise les principaux avantages et inconvénients des programmes de rachat d'actions.

**Tableau 1 : Avantages et inconvénients de rachat**

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"><li>• Les recherches ont démontré que les programmes de rachats constituent un signal positif pour les investisseurs.</li><li>• Les actionnaires peuvent préférer le rachat au dividende à cause des considérations fiscales.</li><li>• Le programme de rachat constitue un outil de protection contre la prise de contrôle hostile.</li><li>• la société n'est pas obligée de mener le programme de rachat. Il peut l'annuler ou le modifier en fonction de ses besoins. Les actionnaires ne sont pas non plus obligés de revendre les actions. Ils peuvent choisir de détenir les actions s'ils le veulent.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Les rachats d'actions ne sont pas toujours fiables.</li><li>• Les prix des actions rachetées varient continuellement.</li><li>• Les informations sur les programmes de rachat ne sont pas fluides.</li></ul>

Source : réalisé par nos soins

### 3. Rachats d'actions versus dividendes

Historiquement, les dividendes en numéraire sont la forme la plus importante de politique de distribution. Toutefois, ils ont perdu de la popularité par rapport au rachat d'actions au cours des trois dernières décennies. Fama et French (2001) ont constaté un grand déclin dans la proposition des entreprises qui ont versé des dividendes au cours de la période allant de 1978 à 1999. Ils soulignent la réduction significative du pourcentage des entreprises distribuant des dividendes pour la première fois. De même, Grullon et Michaely (2002) ont noté que le nombre des opérations de rachats d'actions avait augmenté. Ils signalent que bien que le taux de distribution des dividendes des sociétés américaines ait diminué depuis le milieu des années 1980, le taux de distribution total est resté plus ou moins constant, ce qui signifie que



les sociétés ont remplacé les rachats par des dividendes. Ils montrent également que le taux de distribution moyen des dividendes est passé de 22,3% en 1974 à 13,8% en 1998, tandis que le taux de distribution moyen des rachats est passé de 3,7% à 13,6% au cours de la même période. Dans des dernières années, les rachats d'actions sont devenus de plus en plus courants dans le monde entier. Ils constituent la forme de distribution la plus importante et la plus dominante (Grullon et Michaely (2002), Skinner (2008) et Farre et al. (2014)). Pour plusieurs raisons. Un certain nombre de sociétés rachète des actions pour en disposer et proposer des options. De cette façon, le nombre total de titres n'est pas accru par l'exercice des droits d'option. Une autre raison de rachat d'actions est de disposer d'actions afin d'acquérir d'autres sociétés. Dans certains cas, le titre est racheté avec la pleine intention de le retirer. Dans d'autres situations encore, les entreprises ne veulent plus voir leurs actions détenues par le public et redeviennent privées en rachetant la totalité des actions des actionnaires extérieures.

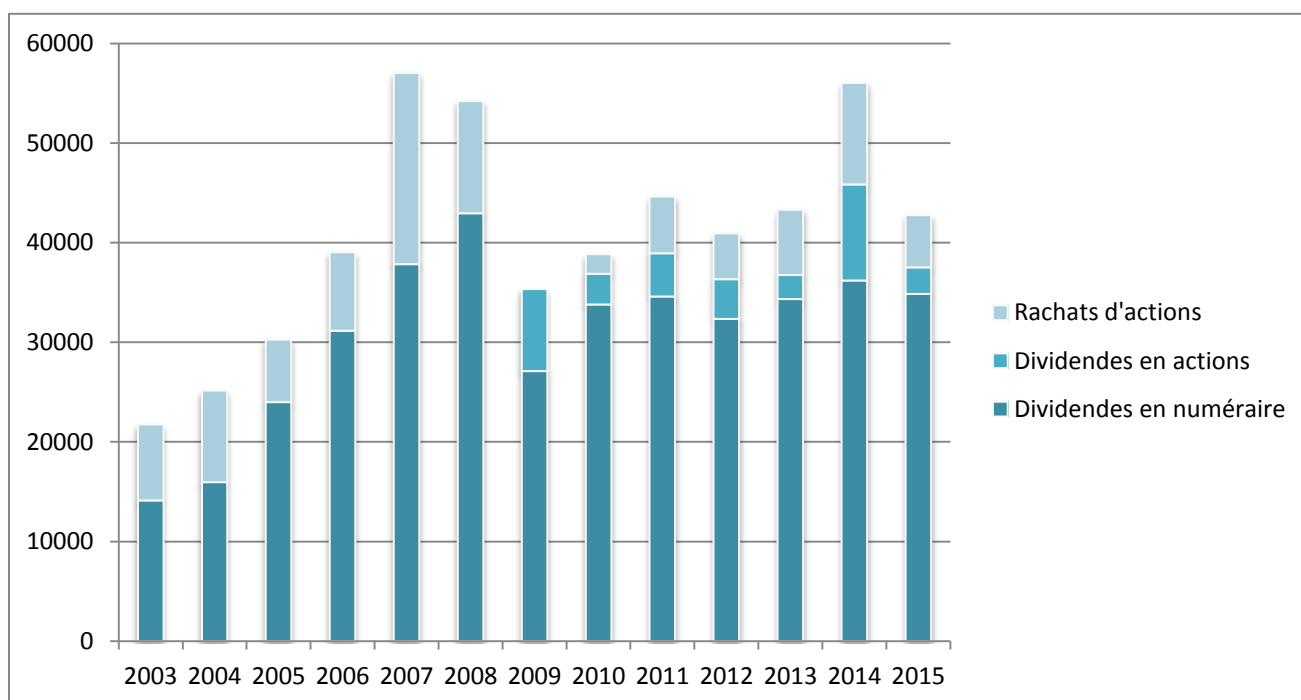
Les autres raisons de la croissance des rachats d'actions sont également dues à l'affaiblissement de l'économie, à la chute des cours des actions et à la crise financière en Europe. La figure 1 résume les dividendes versés et le montant des rachats d'actions menées par les entreprises françaises entre 2003 et 2015. Comme on peut le remarquer, les montants rachetés en actions ne représentaient qu'une faible proportion des montants des dividendes. Mais en remarque que le montant des rachats d'actions versés par les entreprises françaises a augmentée en 2007 et en 2008. Autre point intéressant constaté est, le recours à dividendes en actions depuis l'année 2009. De même, l'effet croissant de ces opérations s'est reflété dans Standard and Poor's 500. Après un ralentissement pendant la récession, le montant des rachats d'actions par les sociétés du S & P 500 a atteint environ 500 milliards de dollars par an, soit près du double du taux des dividendes en espèces traditionnels (Baldwin, 2012). Au cours du premier semestre de 2011, les sociétés de l'indice S & P 500 ont racheté environ 200 milliards de dollars de leurs propres actions (Friedman, Deblinger, & Mantel, 2011). Hail et al., (2014) remarquent que la proportion d'entreprises ayant des rachats d'actions passe de 13% à 28% à la fin de la période d'échantillonnage<sup>2</sup>. En termes de montants nominaux, une image différente apparaît. Comme l'illustre la figure 2, les versements de dividendes globaux et les rachats d'actions ont considérablement augmenté au fil du temps. De plus, cette figure nous renseigne la croissance de rachat d'actions par rapport aux dividendes pendant la période

---

<sup>2</sup> L'échantillon comprend 222 766 observations d'entreprises de 49 pays sur la période 1993-2008.

de crise mondiale. Cependant, De Angelo, De Angelo et Skinner (2004) montrent que même si le nombre d'entreprises qui versent des dividendes a diminué, le montant total des dividendes en espèces versés par les entreprises industrielles américaines a augmenté au fil du temps. D'autres études ont reconnu le phénomène de disparitions des dividendes, mais elles font état d'une réapparition des dividendes depuis 2002 (par exemple Andres et al., 2009, Julio et Ikenberry, 2004, Chetty et Saez, 2005, Floyd, Li et Skinner, 2013). Julio et Ikenberry (2004) notent que la tendance de distribution des dividendes marque un retour brutal à partir de 2000 sur le marché américain.

**Figure 1 : Dividendes et rachats d'actions des entreprises du CAC 40 en milliards d'euros**

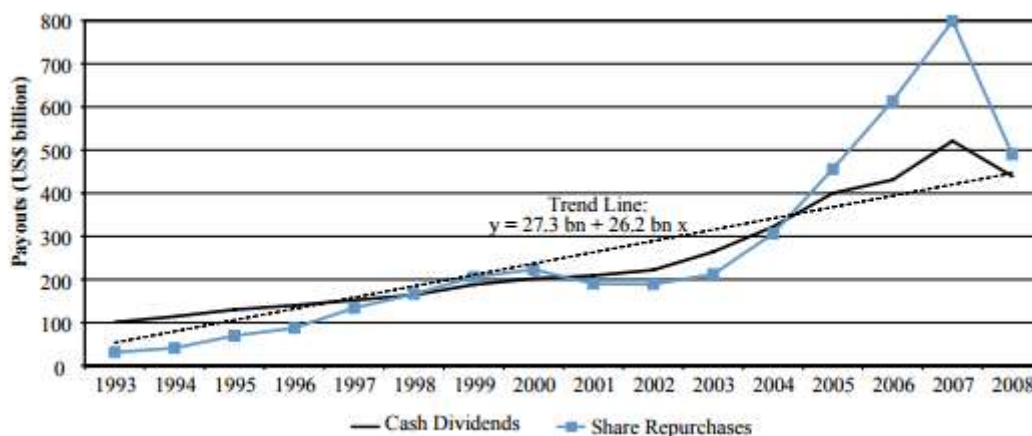


Source: Vernimmen (2016)

Les rachats d'actions, tout comme les dividendes, représentent un moyen de reverser des liquidités aux actionnaires. Mais, il y a un certain nombre de différences importantes entre les deux. Peut-être la plus grande différence est dans le traitement fiscal entre les dividendes et les rachats d'actions. Par exemple, aux États-Unis, les dividendes sont imposés comme un revenu ordinaire, alors que les rachats sont imposés au taux des gains en capital historiquement bas. Dans la mesure où les actionnaires ne sont pas en mesure d'éviter les

hausse d'impôts sur les dividendes en espèce, la différentielle de taxation des dividendes par rapport à celle des rachats d'actions devrait favoriser le rachat d'actions comme un mécanisme de renvoi de trésorerie aux actionnaires. En fait, en choisissant le rachat d'actions comme mécanisme de distribution, les entreprises réduisent le fardeau fiscal de leurs investisseurs (Grullon, Paye, Underwood, & Weston, 2011). Bagwell et Shoven (1989) ont indiqué que les entreprises substituent le rachat d'actions au versement de dividendes afin d'obtenir l'avantage fiscal pour les actionnaires. Fried (2005) note également que les rachats d'actions ont offert des avantages fiscaux par rapport aux dividendes. Cependant, en mai 2003, la législation sur la réduction du taux d'imposition maximal des dividendes a été approuvée de 38% à 15%. Pourtant, Fried (2005) trouvent que les actions sont toujours avantageuse parce que les actionnaires qui vendent leurs actions sont imposés seulement sur le différentiel entre les prix de rachat et la valeur nominal des actions, tandis que les dividendes sont entièrement imposés. Brav et al (2005) signalent que la différence entre les taux d'imposition et les gains en capital n'est pas un motif important pour les dirigeants de racheter des actions. Néanmoins, les conclusions de Blouin, Raedy et Shackelford (2007) confirment que les dirigeants aux États-Unis tiennent en compte les avantages fiscaux lorsqu'ils choisissent entre le rachat d'actions et le versement de dividendes.

**Figure 1 : Distributions de dividendes ou rachat d'actions de 1993 à 2008 (en milliards de dollars)**



Source : Hail et al. (2014)

Une autre différence entre les rachats et les dividendes provient de la forte réticence à annuler ou à supprimer les paiements de dividendes, une fois qu'ils sont lancés (Kalay, et al., 2008 p. 47). À cet égard, les dividendes représentent un engagement de continuer à payer en espèces à

l'avenir, alors que les rachats d'actions propres ne représentent pas un tel engagement. Comme le suggèrent Jagannathan, Stephens et Weisbach (2000), le dividende est un engagement permanent pour les actionnaires sur une base régulière et le rachat d'actions est utilisé pour distribuer des flux de trésorerie potentiellement temporaires. Les résultats de ces auteurs sont compatibles avec l'idée que la flexibilité inhérente aux programmes de rachat est l'une des raisons pour lesquelles ils sont parfois utilisés à la place des dividendes. Ainsi, Dittmar (2000) constate que les entreprises n'ont aucune obligation de mener des actions de rachat d'actions après les annonces.

### **Conclusion**

Les entreprises peuvent racheter des actions pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le rachat d'actions peut être employé comme mécanisme de défense contre une offre publique d'achat hostile. Puisqu'un rachat d'actions réduit le nombre d'actions en circulation. Les programmes de rachats d'actions réajustent également la structure du capital de l'entreprise et augmentent souvent le ratio de levier financier d'une entreprise. Ils permettent aux sociétés de structurer avec souplesse la proportion entre les capitaux propres et l'endettement.

Aussi, le rachat est un moyen de distribuer de l'argent aux actionnaires à un coût inférieur à celui de la distribution des dividendes. Si les gains en capital sont imposés à des taux inférieurs à ceux du revenu ordinaire, ce qui est le cas dans la plupart des pays, le rachat est un moyen moins coûteux de distribuer des liquidités. Parmi les principales motivations qui conduisent les managers à recourir aux programmes de rachat d'actions est la sous-évaluation du cours boursier qui peut résulter soit par l'asymétrie d'information entre les managers et les actionnaires externes, soit par des investissements peu rentables décourageant les nouveaux investisseurs ou soit d'une crise financière du marché financier.

Pour conclure, le rachat d'actions devenu une forme importante dans la politique de distribution des entreprises, de même, il peut remplacer le dividende. Par exemple, le changement de distribution est remarquable au Etats-Unis. En 1988, près de 70% de toutes les espèces versées aux actionnaires ont pris la forme de dividendes et, en 2016, près de 60% de toutes les espèces versées ont pris la forme de rachats. Alors il n'est pas improbable qu'ils remplacent les dividendes à l'avenir dans d'autres pays.

## Bibliographie

### ❖ Article de revue

- Bagwell, L.S. (1992), “Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 1, pp. 71-105.
- Baldwin, W. (2012), “Cashing in on stealth dividends”, *Forbes*, 189(1), pp. 44-46
- Blouin, J. L., Raedy, J.S. and Shackelford. D.A., (2007), “Did Firms Substitute Dividends for Share Repurchases After the 2003 Reductions in Shareholder Tax Rates”, NBER Working Paper.
- De Angelo, H., L. De Angelo, and D. J. Skinner (2004), “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings”. *Journal of Financial Economics* 72, pp.425–456.
- Dittmar, Amy K., (2000), “Why do firms repurchase stock?”, *The Journal of Business* 73, pp. 331-355.
- Fama, E. F., and French, K. R. (2001), “Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp. 3–43.
- Fried, J.M.,(2005), “Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchase”, *California Law Review*, Volume 93, pp. 1323-1386.
- Friedman, R. H., Deblinger, J. H., & Mantel, K. S. (2011), “Navigating public company equity buybacks”, *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, 25(12), pp. 2-12.
- Ginglinger, F., L’Her, J. F (2002), “Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France”, pp. 1-24.
- Grullon, G., and Ikenberry, D. L. (2000), “What do we know about stock repurchase”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), pp. 31–51.
- Grullon, G., and Michaely, R. (2002), “Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis”. *Journal of Finance*, 57(4), pp. 1649–1684.
- Grullon, G., Paye, B., Underwood, S., & Weston, J. P. (2011), “Has the propensity to pay out declined?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), pp.1–24.
- Hail, Luzi, Ahmed Tahoun and Clare Wang, (2014), “Dividend Payouts and Information Shocks”. *Journal of Accounting Research* 52, pp. 403-456.
- Jagannathan, M., and Stephens, C. (2003), “Motives for multiple open-market repurchase programs”. *Financial Management*, 32(2), pp.71–91.
- Jagannathan, M., Stephens, C.P., Weisbach, M.S, (2000), “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”, *Journal of Financial Economics*, Volume 57, pp. 355-384.
- Jensen, M.C. (1986), „Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeovers“, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.

- Julio, B., Ikenberry, D., (2004), “Reappearing dividends”, Unpublished working paper. University of Illinois, Champaign-Urbana, Illinois.
- Kahle, K. M. (2002), “When a Buyback Isn’t a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options.” *Journal of Financial Economics*, 63, pp.235–261.
- Kahle, K., (2002), “When a buyback isn’t a buyback: open market repurchase and employee options”, *Journal of Financial Economics* 63, pp. 235-261.
- Lamba, A.S., Luan (2004), “The Long-Run Operating Performance of On-Market Share Buybacks?”, Working Paper of the University of Melbourne.

❖ **Livre**

- Brav, Alon, Graham, J.R., Harvey, C.R. and Michaely, R., (2005), “Payout Policy in the 21st Century”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 483-527.
- Brigham, E. F., & Houston, J. ., (2013). *Fundamentals of Financial Management*.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Leowenstein, U., & Sarig. (2000), “Dividend policy its impact on firm value”. Harvard business Scholl press.

❖ **Chapitre de livre**

- Kalay, A. and M. Lemmon (2008), “Payout policy”. In: B. E. Eckbo (ed.): *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 2. Amsterdam: Elsevier/Science BV, forthcoming.