

Signalisation Par Le Rachat D'actions : Cas Des Sociétés Cotées A La Bourse De Casablanca

Mimoun Benzaouagh¹ and Jamal Eddine Tebbaa²

¹ EST, Université IBN ZOHR

Received: 7 December 2015 Accepted: 3 January 2016 Published: 15 January 2016

Abstract

Le rachat d'action est l'une des stratégies financières de signalisation auxquelles recourent les dirigeants d'entreprises pour régulariser les cours jugés sous-évalués (DANN (1980)). La présente recherche a pour principal objectif d'analyser les mobiles qui poussent les entreprises marocaines à recourir au rachat de leurs propres actions. S'agit-il d'activité de signalisation positive pour annoncer au marché que l'action est sous-évaluée ? Ou au contraire, s'agit-il d'une stratégie d'enracinement qui permettra aux dirigeants de renforcer leur contrôle sur la société ?

Index terms— théorie de signal, rachat d'actions, études d'évènement, gouvernance d'entreprise.

Résumé-Le rachat d'action est l'une des stratégies financières de signalisation auxquelles recourent les dirigeants d'entreprises pour régulariser les cours jugés sous-évalués (DANN (1980)). La présente recherche a pour principal objectif d'analyser les mobiles qui poussent les entreprises marocaines à recourir au rachat de leurs propres actions. S'agit-il d'activité de signalisation positive pour annoncer au marché que l'action est sous-évaluée ? Ou au contraire, s'agit-il d'une stratégie d'enracinement qui permettra aux dirigeants de renforcer leur contrôle sur la société ?

Pour répondre à ces questions, nous avons eu recours à un test d'évènement classique à partir d'un échantillon de cinq entreprises choisi parmi quatorze, ayant annoncé la mise en place d'un programme de rachat d'actions au cours de la période 2005-2008. Nous avons constaté que le marché ne réagit pas aux programmes de rachat concernés. Ce qui permet d'affirmer, que les investisseurs sont insensibles à de telles activités de signalisation.

Mots Clés: théorie de signal, rachat d'actions, études d'évènement, gouvernance d'entreprise.

I. Rachat D'actions : Revue de Littérature Le rachat d'actions a été largement étudié tant sur le plan théorique que pratique. La théorie propose plusieurs réponses, allant de la réduction du free cash-flow à l'enracinement des dirigeants, en passant par la réduction des risques de prise de contrôle hostile. En 1976, Jensen et Meckling prolongent les analyses de Berle et Means (1938) sur la gouvernance managériale en mettant en avant la nécessité pour les actionnaires de se protéger de la domination des dirigeants, et prévoient le remplacement définitif d'un «capitalisme managérial» par un «capitalisme actionnarial» (ou financier). D'autres facteurs vont influencer dans le même sens et accélérer l'évolution. La gouvernance actionnariale va infléchir profondément les stratégies des entreprises. Dans un système qui privilégie la création de valeur pour l'actionnaire, l'entreprise cherche à maximiser le cours boursier des titres. Les intérêts des dirigeants s'alignent sur ceux des actionnaires et des investisseurs financiers. L'organisation du conseil d'administration et la réglementation en matière de transparence et de rémunération des dirigeants sont définies dans cet objectif.

Sur le plan pratique, considéré comme une autre forme alternative de distribution de liquidités aux dividendes, le rachat d'actions permet également aux firmes d'améliorer leur rentabilité. En effet, cette pratique permet à l'entreprise « d'augmenter la rentabilité de ses actions, non pas en augmentant le numérateur, le bénéfice, mais en réduisant le dénominateur, le nombre d'actions » (ENRHART, 1998). Toutefois, si le rachat d'actions présente l'avantage de restituer les fonds inutilisés aux actionnaires au lieu de les employer dans des dépenses ostentatoires, il souffre aussi d'inconvénients dans la mesure où les dirigeants montrent, avec cette décision, leur incapacité à investir ces fonds dans des projets à valeur actuelle nette (VAN) positive. En plus, en réduisant son

autofinancement, l'entreprise réduit ainsi sa capacité future de croissance, voir aussi d'endettement, lorsque des occasions se présentent.

Sur le plan théorique, le rachat d'actions trouve sa principale justification en la théorie de signal, du fait du différentiel d'information qui existe entre d'une part les dirigeants (insiders) bien informés sur la situation financière et les perspectives futures de leur firme, et d'autre part les actionnaires (outsiders) mal ou peu informés. Le signal est, selon JACQUILLAT et. LEVASSEUR (1984), une variable de comportement qui suppose que l'activité de signalisation varie en fonction des motivations des dirigeants, mais aussi de l'information à signaler. Ainsi, la nécessité d'obtenir la confiance des actionnaires, peut justifier l'envoi de signaux au marché.

DANN (1980) a examiné les effets des rachats d'actions américaines sur les cours boursiers des firmes à partir d'un échantillon constitué de 143 offres de rachat à prix fixe annoncées par 122 entreprises. La méthodologie utilisée est celle d'une étude classique d'événement sur les prix des actions. Ces différentes observations permettent de conclure à une activité de signalisation des offres de rachat qui permet aux dirigeants de révéler au marché de nouvelles informations favorables sur la valeur des perspectives futures de la firme. VERMAELEN (1981) () it

mt it R R E ? ? ? + + =
? : ordonnée à l'origine de l'équation de régression linéaire du modèle de marché ; ? it : est le résidu, d'espérance nulle, non corrélé à R mt .

La mesure des rentabilités théoriques, fondée sur le modèle de marché, permet le calcul du coefficient bêta pour chaque action, à partir des cours de 120 jours de bourse précédant l'événement, en tenant compte d'un espace de sécurité de 10 jours entre la fin de la période de calcul des rentabilités et la fenêtre d'événement.

Le modèle de marché permet de connaître ex post quelle aurait du être la rentabilité d'une action, durant la fenêtre d'événement, en sachant, pour la même période, quelle était la rentabilité globale du marché ainsi que le coefficient de sensibilité entre le titre et le marché, appelé coefficient bêta. Étape 3 : Calcul de la rentabilité anormale de l'action étudiée On définit la rentabilité anormale 2

[2] avec A it rentabilité anormale, R it rentabilité observée et E(R it) rentabilité théorique.

On calcule ensuite les rentabilités anormales cumulées, en additionnant, pour toute la fenêtre d'observation, les rentabilités anormales quotidiennes. $RAC = \sum A_{it}$ où RAC est la rentabilité anormale cumulée du titre i durant la fenêtre d'événement qui comporte 20 jours. comme la différence entre la rentabilité théorique définie par le modèle de marché de Sharpe et la rentabilité observée. On peut écrire : En effet, la fenêtre d'événement, d'un délai de 20 jours (J-10 ; J+10) autour de la date du communiqué de presse du CDVM 3 -si les marchés sont efficients, on doit alors observer une forte rentabilité anormale le jour de l'annonce, puis le cours retrouve son évolution conforme à ce que la théorie prévoit ; visant le programme du rachat, doit être étudiée pour permettre de mettre en oeuvre ces rentabilités anormales.

L'étude des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées permet de mettre en évidence la réaction du marché à l'annonce de l'événement, en l'occurrence l'annonce du rachat d'actions.

Si l'événement a été entièrement anticipé, le marché ne réagit pas à l'annonce, et il n'y aura donc pas de différence entre la rentabilité théorique calculée et la rentabilité observée.

Si l'événement n'a pas été anticipé, le marché réagira instantanément à l'annonce :

si les marchés ne sont pas efficients, le cours s'ajustera lentement à l'annonce ; dans ce cas, on observera alors soit une rentabilité anormale significative positive (appréciation positive du marché quant au rachat d'actions annoncé), soit une rentabilité anormale significative négative (appréciation négative du marché quant au rachat d'actions annoncé).

Pour vérifier ces hypothèses, on recourt aux tests statistiques de Student et de Fischer. Il s'agit de tester l'hypothèse selon laquelle la rentabilité anormale moyenne (RAM) 4

1 III. Présentation et Analyse des Résultats

est égale à zéro. On peut écrire : $H_0 : RAM = 0$ contre $H_1 : RAM > 0$ et $H_0 : RAM = 0$ contre $H_1' : RAM < 0$ Ce qui revient à vérifier si : $t^* = RAM / \sqrt{\sigma^2 / N}$ RAM suit $N(0,1)$ où σ^2 RAM est l'écart type de la rentabilité anormale, et t^* la statistique empirique de Student.

Si la valeur calculée $t^* < t$ lue dans la table statistique de Student à n-2 degrés de libertés pour un niveau de confiance de 5%, on peut dire que la RAM n'est pas significativement différente de 0, on accepte alors H_0 (l'hypothèse de nullité).

Dans le cas contraire, on rejette H_0 ; autrement dit, on constate soit une rentabilité anormale positive (si $RAM > 0$) c'est-à-dire que le marché réagit positivement, soit une rentabilité anormale négative (si $RAM < 0$) c'est-à-dire que le marché réagit négativement.

Le même test peut être appliqué pour vérifier l'hypothèse de la normalité de la rentabilité anormale cumulée (RAC). L'étude de celle-ci est préférable au test de la RAM, car ses résultats sont plus explicites.

2 a) Résultats

En suivant les différentes itérations mentionnées dans la section précédente, et en respectant la fenêtre d'événement présentée au graphique 1, nous avons obtenu les résultats résumés au tableau 2. 4 La RAM est calculée en rapportant la somme des rentabilités anormales au nombre d'observations durant la fenêtre d'événement, soit $\sum A_{it} / N$. Les annexes numérotées de 1 à 5 présentent une récapitulation des résultats de

calcul des rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées pour les 5 sociétés étudiées ainsi que les tests statistiques de Student correspondants.

3 ()

it it R E R A ? =

4 b) Analyse et interprétation

D'après les résultats affichés en annexes (1 à 5), et en supposant que les rendements boursiers suivent une loi normale, nous pouvons constater que la rentabilité anormale n'est pas significativement différente de zéro, c'est-à-dire que le marché ne réagit pas à de telles annonces. Toutefois, la BMCE et la BMCI affichent des excès de rentabilités légèrement élevés mais non significatifs.

Plusieurs leçons peuvent tirées de cette étude en réponse aux questions posées en introduction générale ainsi que dans la section précédente consacrée à la méthodologie.

Si les rentabilités anormales ne sont pas significativement différentes de zéro, il n'y a donc pas de différence entre la rentabilité théorique calculée et la rentabilité observée des titres des sociétés étudiés. Si le marché ne réagit pas à l'annonce signifie l'une des deux choses :

ou bien l'événement a été entièrement anticipé à l'avance ; par conséquent les actionnaires ont déjà intégré la nouvelle dans le cours de l'action ;

ou bien l'événement n'a pas été anticipé et le marché réagira instantanément à l'annonce : cela signifiera que le marché boursier marocain est relativement efficient ; les cours réalisent une forte rentabilité anormale le jour de l'annonce mais reste non significative et reprennent leur tendance normale par la suite.

Ceci est peut être valable dans la mesure où nous avons retenu seulement les sociétés les plus liquides et qui sont cotées en continu. Les autres sociétés sont moyennement liquides, leur intégration dans l'étude peut biaiser les résultats.

Dans tous les cas, le marché considère que la modification des statuts pour annoncer des programmes de rachat d'actions n'est qu'un simple aménagement technique ne constituant pas une véritable annonce.

Autrement dit, les programmes de rachat d'actions, soient, ils ne représentent pas de signal d'information à transmettre au marché ; soient, ils véhiculent l'information nécessaire au marché qui la reçoit parfaitement en l'anticipant à l'avance à travers son intégration dans les cours boursiers.

Nous en déduisons que les marchés considèrent que la mise en place d'un programme de rachat d'actions est un acte normal de gestion de son actionnariat depuis l'adoption de la loi en 2003.

Peut-être les investisseurs sanctionnent-ils négativement les firmes n'ayant pas mis en place de programmes de rachat d'actions ? Durant la période 2004-2008, plus de 43 programmes de rachat d'actions ont été mis en place par les entreprises marocaines cotées en Bourse, en vue notamment de régulariser les cours des actions. Depuis la crise de 2008 qui a plongé la plupart de marchés financiers dans une baisse continue jusqu'à nos jours, les programmes de rachat ont été accéléré à la Bourse de Casablanca. Une étude plus approfondie pourra nous éclaircir la situation sur la réaction des investisseurs face à de tels programmes, mais aussi nous informer du degré d'efficacité du marché boursier marocain.

5 Global Journal of Management and Business Research

Volume XVI Issue III Version I Year ()

6 2016

7 C

8 IV. Conclusion

La théorie économique moderne s'est largement épanchée sur les conflits et divergences d'intérêt qui peuvent naître des relations entre les dirigeants des firmes et leurs actionnaires, en raison d'une part des comportements parfois opportunistes des premiers, et d'autre part, de l'exigence de création de valeur des actionnaires conformément à la théorie de gouvernance actionnariale. Dans ces conditions, des doutes peuvent subsister quant à la nature et le mobile réels de certaines décisions de gestion, et en particulier par des programmes de « rachat par une entreprise de ses propres actions ».

A l'opposé, même si la plupart d'entre eux pensent attirer sur leur firme l'attention du marché en annonçant de tels programmes, ils rejettent les propositions selon lesquelles l'opération leur serve à faire évoluer la géographie actionnariale en leur faveur, et à s'en servir pour faire barrière à une OPA hostile. En Définitive, les dirigeants semblent être plus guidés par la maximisation de l'utilité de la firme pour les actionnaires, plutôt que par leurs intérêts personnels.

Cependant, les investisseurs ne semblent pas réagir positivement à l'annonce de mise en place de programmes de rachat d'actions. L'absence de toute rentabilité anormale est un signe d'insensibilité du marché à de telles décisions. Il se peut que le rachat d'actions constitue un signal fort important au marché, mais la non-réaction de celui-ci est peut être due à l'étroitesse du marché boursier marocain mais aussi à la taille de l'échantillon

162 Ce qui n'est pas le cas dans la présente étude. Toutefois, malgré cette limite, on a pu constater que depuis la
 163 réglementation des rachats en 2003, les entreprises marocaines recourent de plus en plus à cette technique de
 164 rachat de leur propres actions, comme outil moderne et important dans le cadre de leur mode de gouvernance
 actionnariale, étant donné son rôle dans la création de la valeur. ^{1 2 3 4 5}



Figure 1: Graphique 1 :

Figure 2:

¹© 2016 Global Journals Inc. (US)

²Signalisation Par Le Rachat D'actions : Cas Des Sociétés Cotées A La Bourse De Casablanca

³On utilise également l'expression de rentabilité résiduelle.³ Le CDVM a été remplacé, en avril 2013, par l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) en vertu de la loi la loi n°43-12

⁴© 2016 Global Journals Inc. (US) 1 C Signalisation Par Le Rachat D'actions : Cas Des Sociétés Cotées A La Bourse De Casablanca

⁵© 2016 Global Journals Inc. (US) 1

Tableau 1 : Emetteur

N°DateTerme sur les marchés américain, canadien

Visa

visa

NETTER et MITCHELL (1989) notent, en étudiant la ADDOHA VI/EM/007/2008 07/03/2008 2 338 875 0

les programmes jusqu'à leur terme. Si comme le suggère la théorie du signal, les actions sont rachetées AUT

pour communiquer au marché la sous-évaluation des titres de la firme, il aurait été plutôt normal que les BM

programmes soient achevés. Ces observations laissent BMCI VI/EM/018/2008 13/05/2008 donc à penser qu

gouvernance et éthique des affaires qui devrait guider les transactions entre les individus. Les dirigeants MA

manipuleraient ainsi, selon leur besoin, l'annonce du SAMIR VI/EM/005/2005 01/04/2005 rachat de leurs p

17/09/2008

- Aménage
0,58,00,29%
0,47%

Bibliographie 1. BERLE H.A. et MEANS G.C. (1938), The modern corporation and private property, Macm

Figure 4:

166 [CR N°] , CR N° 9801.

167 [Fama E et al. (1969)] Fama E , Fisher L , M Jensen , Roll R . *The adjustment of stock prices to new informatio*,
168 1969. February. p. .

169 [Gillet Ph ()] Gillet Ph . *Méthodologies des études d'événements: nouvelles approches*, 1998. Janvier. 165. (Cahier
170 de recherche CEREGE. IAE de Poitiers)

171 [Gillet Ph ()] Gillet Ph . *L'efficience des marchés financiers*, 1999.

172 [Hamon ()] J Hamon . *Le rachat d'actions une politiques de valorisation des actions*, 1997.

173 [Jensen ()] Meckling M W H Jensen . *Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency And Ownership*
174 *Structure*», 1976. 3.

175 [Kracher B et al. (1997)] Kracher B , R Johnson R , Jung S.-C Lee Y.-G , J H Thornton Jr . *Long-term stock*
176 *performance after openmarket repurchases in Korea*, 1997. November 16. 2005. 16 p. . (Global Finance Journal)

177 [Levasseur M ()] Jacquillat B Levasseur M . *Signaux, mandats et gestion financière: une synthèse de la littérature*,
178 1984. 5.

179 [Ikenberry D et al. ()] 'Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading'. Ikenberry D , J
180 Lakonishok , & Vermaelen T . *Journal of Finance* 2000. 50 p. .

181 [Vermaelen T ()] Vermaelen T . *Common stock repurchases and market signalling : an empirical study*, 1981. 9.

182 [Gillet Ph ()] «le rachat d'actions: théorie et pratique de gouvernement d'entreprise», *La Revue du Financier*,
183 Gillet Ph . 2001. Février. 128.

184 [Stafford E ()] '«Managerial decisions and long-term stock price performance'. Mitchell M , & Stafford E . *Journal*
185 *of Business* 2000. 73 p. .

186 [Ikenberry D et al. ()] '«Market underreaction to open market share repurchases'. Ikenberry D , J & Lakonishok
187 , Vermaelen T . *Journal of Financial Economics* 1995. 39 p. .

188 [Zhang ()] '«Share price performance following actual share repurchases'. H Zhang . *Journal of Banking and*
189 *Finance* 2005. 29 p. .