

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

3 Mimoun Benzaouagh<sup>1</sup> and Jamal Eddine Tebbaa<sup>2</sup>

4 <sup>1</sup> EST, Universite IBN ZOHR

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

6

## 7 **Abstract**

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

15

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

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

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

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

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

## 2 A) RÉSULTATS

---

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

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

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

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

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

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

69 [2] avec A it rentabilité anormale, R it rentabilité observée et E(R it ) rentabilité théorique.

70 On calcule ensuite les rentabilités anormales cumulées, en additionnant, pour toute la fenêtre d'observation,  
71 les rentabilités anormales quotidiennes.  $RAC = \sum A_{it} - \sum E(R_{it})$  où RAC est la rentabilité anormale cumulée du titre  
72 i durant la fenêtre d'événement qui comporte 20 jours. comme la différence entre la rentabilité théorique définie  
73 par le modèle de marché de Sharpe et la rentabilité observée. On peut écrire : En effet, la fenêtre d'événement,  
74 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  
75 efficents, on doit alors observer une forte rentabilité anormale le jour de l'annonce, puis le cours retrouve son  
76 évolution conforme à ce que la théorie prévoit ; visant le programme du rachat, doit être étudiée pour permettre  
77 de mettre en oeuvre ces rentabilités anormales.

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

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

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

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

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

## 89 1 III. Présentation et Analyse des Résultats

90 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 :  $t^* = \frac{RAM}{\text{RAM}} / \sqrt{\text{RAM}}$  suit  $N(0,1)$  où  $\text{RAM}$  est l'écart type de la rentabilité  
91 anormale, et  $t^*$  la statistique empirique de Student.

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

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

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

## 100 2 a) Résultats

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

---

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

108 **3 ( )**  
109 it it it R E R A ? =

## 110 **4 b) Analyse et interprétation**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 142 **5 Global Journal of Management and Business Research**

143 Volume XVI Issue III Version I Year ( )

## 144 **6 2016**

## 145 **7 C**

## 146 **8 IV. Conclusion**

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

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

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

## 8 IV. CONCLUSION

---

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.<sup>1 2 3 4 5</sup>



Figure 1: Graphique 1 :

Figure 2:

165

<sup>1</sup>© 2016 Global Journals Inc. (US)

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

<sup>3</sup>On utilise également l'expression de rentabilité résiduelle.<sup>3</sup> 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

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

<sup>5</sup>© 2016 Global Journals Inc. (US) 1

---

Tableau 1 : Emetteur

N°Date  
terme sur les marchés américain, canad  
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

- Anne 0,29%  
0,58,00,29%,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)] F Fama E , Fisher L , M Jensen , Roll R . *The adjustment of stock prices to new information*,  
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 ThorntonJr . *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'. MitchellM , & 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. .