Volume 16 Issue 10
Originally issued as C3

Global Journal of Management and Business Research: C Finance
Volume 16 Issue 3 Version 1.0 Year 2016
Type: Double Blind Peer Reviewed International Research Journal
Publisher: Global Journals Inc. (USA)
Online ISSN: 2249-4588 & Print ISSN: 0975-5853

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

By Mimoun Benzaouagh & Jamal Eddine Tebbaa

Universite IBN ZOHR, Morocco

Resume- 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 ?

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

GJMBR - C Classification : JEL Code : G140, G320



Strictly as per the compliance and regulations of:

© 2016. Mimoun Benzaouagh & Jamal Eddine Tebbaa. This is a research/review paper, distributed under the terms of the Creative Commons Attribution-Noncommercial 3.0 Unported License http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/), permitting all non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

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

Mimoun Benzaouagh [α] & Jamal Eddine Tebbaa [σ]

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'événement 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 influer 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 bénéficie, 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) a réalisé son étude sur un échantillon de 243 rachats par ramassage boursier effectués entre 1970 et 1978 par 198 firmes du NYSE. Il remarque que 5,01% des actions en circulation étaient rachetées à travers l'opération. La prime de

Author α: EST, Université IBN ZOHR, Agadir, Morocco.
e-mail: m.benzaouagh@uiz.ac.ma
Author σ: FSJES, Université HASSAN II, Casablanca, Morocco.
e-mail: jamal_tebaa@yahoo.fr

© 2016 Global Journals Inc. (US)

rachat dépassait le cours boursier 5 jours avant l'offre de 22,76% en moyenne, ce qui correspond aux observations de DANN.

D'autres auteurs, par contre, considèrent que l'approche par l'enracinement est la principale motivation des dirigeants à recourir au rachat d'actions. NETTER et MITCHELL (1989) notent, en étudiant la vague de rachat d'actions qui a suivi le crash boursier de 1987, que la réduction des actions en circulation six mois après l'annonce des programmes est très faible. En effet, la plupart de ces entreprises n'ont pas conduit les programmes jusqu'à leur terme. Si comme le suggère la théorie du signal, les actions sont rachetées pour communiquer au marché la sous-évaluation des titres de la firme, il aurait été plutôt normal que les programmes soient achevés. Ces observations laissent donc à penser que les actions ne sont pas seulement rachetées pour régulariser le cours, mais aussi probablement pour satisfaire aux besoins opportunistes de certains dirigeants pour renforcer leur mainmise sur la société. Selon KRACHER et JOHNSON (1997), le rachat d'actions serait en contradiction avec la bonne gouvernance et éthique des affaires qui devrait guider les transactions entre les individus. Les dirigeants manipuleraient ainsi, selon leur besoin, l'annonce du rachat de leurs propres actions. Par ailleurs, le rachat d'actions est aussi utilisé comme mécanisme anti-OPA. STULZ (1988) montre que quand le rachat des actions aboutit à une augmentation de la part des actions détenues par les dirigeants ainsi que de leurs droits de vote, il parait normal que l'initiation d'une OPA ne puisse aboutir, surtout lorsque cet accroissement de part dépasse ou égale 50% des actions de la firme.

GILLET (1999) a procédé à une double étude sur le cas français. La première porte sur le dépouillement d'un questionnaire adressé aux dirigeants des 33 firmes françaises ayant annoncé des programmes de rachat d'actions. La plupart des dirigeants considèrent que l'objectif principal des opérations de rachat étant de revaloriser le cours des titres ayant été sous-évalués par le marché. Ils écartent largement toute intention de se servir de ces programmes pour mettre en place des stratégies personnelles d'enracinement. La seconde étude, quant à elle, porte sur l'étude de réaction du marché à partir d'une étude d'évènement classique. Il conclut que les investisseurs ne semblent pas réagir positivement à l'annonce des programmes de rachat d'actions. Lee et al. (2005) ont constaté dans leur étude qu'il n'y a aucune relation évidente entre le rachat d'actions et la performance anormale à long terme des sociétés sud-coréennes. Même résultat a été constaté par Mitchell et Stafford (2000) pour le marché américain. Résultat tout à fait contradictoire auquel aboutissent Ikenberry et al. (1995), Ikenberry et al. (2000), et Zhang (2005) qui mettent en évidence une performance positive à long terme sur les marchés américain, canadien et celui de Hong Kong.

Si les études empiriques effectuées dans le monde, tantôt aboutissent à l'existence d'une relation positive entre le rachat d'actions et la rentabilité anormale des titres, tantôt constatent l'insensibilité du marché à de telles décisions, qu'en est-t-il du cas marocain ?

II. Analyse de la Réaction du Marché aux Programmes de Rachat D'actions au Maroc: Données et Méthodologie

Dans cette section, nous analysons si l'annonce de mise en place de programmes de rachat de leurs propres actions par les sociétés marocaines cotées en Bourse sera ou non sanctionné par le marché. Trois hypothèses peuvent en effet être avancées face à un tel événement :

- soit le marché considère que la préparation de ce type d'opération est conforme à l'intérêt des actionnaires, dans la mesure où il permet par la suite d'augmenter la rentabilité des titres, donc de créer de la valeur en diminuant le free cash-flow ou en laissant aux dirigeants l'opportunité de restituer aux actionnaires des liquidités inutilisées. **On peut alors s'attendre à une réaction positive de sa part, donc à l'apparition d'une rentabilité anormale positive** ;
- soit le marché considère au contraire que le rachat d'actions est une stratégie d'enracinement de la part des dirigeants en accroissant leur contrôle sur la firme, en se protégeant des OPA hostiles ou en tissant des réseaux visant à renforcer leur maintien à la tête des firmes. Dans ce cas, **le marché devrait réagir négativement et on devrait constater une rentabilité anormale moyenne négative pour ces firmes** ;
- soit le marché considère que cette stratégie ne constituant pas une véritable annonce, et ne réagit pas en conséquence. Dans ce cas, **on peut s'attendre à l'absence de rentabilités anormales.**

a) Données

Pour tester ces trois hypothèses, nous avons eu recours à un test d'événement classique à partir d'un échantillon de 5 entreprises cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca. Ces sociétés ont été choisies parmi 14 entreprises ayant annoncé la mise en place d'un programme de rachat d'actions au cours de la période 2005-2008. Le choix est effectué sur la base des critères de taille et de liquidité à la Bourse de Casablanca. Les sociétés non prise en compte sont peu liquides.

Le tableau 1 récapitule les caractéristiques des 14 sociétés ayant annoncé des programmes de rachat d'actions.

© 2016 Global Journals Inc. (US)

Tableau 1 : Caractéristiques des opérations de rachat d'actions de 14 sociétés cotées à la BVC durant la période 2005-2008

Emetteur	N° Visa	Date de visa	Montant total (en millier de Dhs)	Type de l'opération	Organisme conseil
ADDOHA	VI/EM/007/2008	07/03/2008	2 338 875 000,00	Régularisation du cours	BMCE Capital
AFRIQUIA GAZ	VI/EM/003/2008	04/02/2008	170 156,00	Régularisation du cours	BMCE Capital
ATLANTA	VI/EM/028/2008	12/08/2008	559 359,00	Régularisation du cours	BMCE Capital
AUTO HALL	VI/EM/003/2007	16/02/2007	188 800,00	Régularisation du cours	MSIN
BMCE BANK	VI/EM/030/2008	05/09/2008	5 250 000,00	Régularisation du cours	BMCE Capital
BMCI	VI/EM/018/2008	13/05/2008	685 837,00	Régularisation du cours	BMCI Fin
CDM	VI/EM/013/2007	08/05/2007	406 495,00	Régularisation du cours	CDM
DISTRISOFT	VI/EM/010/2008	12/03/2008	21 000 000,00	Régularisation du cours	BMCE Capital
IB MAROC.COM	VI/EM/019/2008	27/05/2008	13 025,00	Régularisation du cours	BCP Bank
MAROC TELECOM	VI/EM/017/2008	09/05/2008	4 000 000,00	Régularisation du cours	A determiner
SAMIR	VI/EM/005/2005	01/04/2005	297 492,00	Régularisation du cours	Finergy
SCE	VI/EM/017/2006	02/06/2006	12 329,00	Régularisation du cours	CDM
SNEP	VI/EM/008/2008	11/03/2008	222 000 000,00	Régularisation du cours	BMCE Capital
SOTHEMA	VI/EM/005/2007	08/03/2007	19 980,00	Régularisation du cours	BMCE Capital

Source : CDVM

b) Méthodologie

La méthodologie utilisée a été celle préconisée par Gillet (1999). Cette méthodologie est basée sur trois étapes à suivre :

Étape 1: Détermination de la date exacte de l'événement

Cette opération semble facile de premier abord. Toutefois, il ne faut pas négliger que le marché réagit à l'annonce de l'événement plus qu'à l'événement lui-même. Il faut donc retenir la date d'annonce et non la date de l'événement lui-même.

Dans notre cas, la date d'annonce retenue a été la date de publication par le CDVM (Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières) de son communiqué de presse dans lequel, ce dernier accorde son visa au programme de rachat d'actions mis en place par la société concernée.

Autour de la date d'événement, il faut construire une fenêtre d'événement, relativement large pour contenir toutes les dates possibles de publication, mais suffisamment étroite afin de conserver à l'étude son intérêt. La fenêtre d'événement est un laps de temps de 5 à 10 jours situé autour de la date exacte de publication de d'événement.

Étape 2 : Calcul de la rentabilité théorique de l'action étudiée pendant la période de test

Le calcul de ces rentabilités est souvent fondé sur le **Modèle de Marché** ou sur le **MEDAF**.

Dans la présente étude, nous avons utilisé la méthodologie basée sur le modèle de marché, proposée par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969). La rentabilité théorique des titres est liée à la rentabilité du marché à travers un coefficient de proportionnalité, le bêta (β), propre à chaque titre.

Le modèle de marché indique :

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad [1]$$

où $E(R_{it})$ indique la rentabilité théorique du titre *i* à l'instant *t* ;

R_{mt} : le rendement observé du marché au temps t (mesuré par un indice comme le MASI[1]) ;

β : le coefficient de risque du titre *i* obtenu par la régression linéaire entre les rentabilités observées du titre *i* et celles du marché ;

[1] MASI (Moroccan All Share Index) est un indice mesurant la performance de toutes les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca

© 2016 Global Journals Inc. (US)

α_i : ordonnée à l'origine de l'équation de régression linéaire du modèle de marché ;

ε_{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] comme la différence entre la rentabilité théorique définie par le modèle de marché de Sharpe et la rentabilité observée. On peut écrire :

$$A_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad [2]$$

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.

$$RAC = \sum A_{it} \quad [3]$$

où RAC est la rentabilité anormale cumulée du titre i durant la fenêtre d'événement qui comporte 20 jours.

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] visant le programme du rachat, doit être étudiée pour permettre de mettre en œuvre 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 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 ;
- 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] est égale à zéro. On peut écrire :

$$H_0 : RAM = 0 \quad \text{contre} \quad H_1 : RAM > 0$$

$$\text{et } H_0 : RAM = 0 \quad \text{contre} \quad H_1' : RAM < 0$$

Ce qui revient à vérifier si :

$$t^* = RAM / \sigma_{RAM} \text{ suit } N(0,1)$$

où σ_{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.

III. Présentation et Analyse des Résultats

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.

[2] On 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] La *RAM* est calculée en rapportant la somme des rentabilités anormales au nombre d'observations durant la fenêtre d'événement, soit $\sum A_{it} / N$.

© 2016 Global Journals Inc. (US)

Graphique 1 : Détermination de la fenêtre d'événement



Tableau 2 : Caractéristiques de la fenêtre d'événement des 5 sociétés étudiées

Date du visa	Emetteur	Calcul du coefficient bêta J-140 à J-20		Fenêtre d'événement J-10 à J+10		Part du capital visé	RAM (%)	RAC (%)
07/03/2008	ADDOHA	16/08/2007	08/02/2008	22/02/2008	25/03/2008	3,00%	0,15%	1,43%
05/09/2008	BMCE BANK	14/02/2008	05/08/2008	22/08/2008	19/09/2008	9,45%	-0,11%	-2,42%
13/05/2008	BMCI	19/10/2007	14/04/2008	28/04/2008	27/05/2008	5,00%	0,21%	3,07%
09/05/2008	MAROC TELECOM	17/10/2007	10/04/2008	24/04/2008	23/05/2008	1,82%	-0,21%	-0,64%
01/04/2005	SAMIR	13/09/2004	04/03/2005	18/03/2005	15/04/2005	5,00%	0,22%	0,16%

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.

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'efficience du marché boursier marocain.

© 2016 Global Journals Inc. (US)

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 Ce qui n'est pas le cas dans la présente étude. Toutefois, malgré cette limite, on a pu constater que depuis la réglementation des rachats en 2003, les entreprises marocaines recourent de plus en plus à cette technique de 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.

Bibliographie

1. BERLE H.A. et MEANS G.C. (1938), *The modern corporation and private property,* Macmillan
2. CHARREAUX. G. (1997), *Le Gouvernement des entreprises, corporate governance : Théorie et Faits*, Economica
3. DANN. L.Y. (1981): «Common stock repuchases: an analyse of returns to bondholders and stockholders»: *Journal of Financial Economics*; vol. 9, pp. 113-138.
4. ENRHART I. (1998): «Les rachats d'actions «nouvelles versions» se développent à un rythme soutenu»; *Les Echos* du 3 novembre
5. ESAMBERT B. (1998): «Le rachat par les sociétés de leurs propres actions»: *Mission de réflexion pour la COB*, Janvier
6. FAMA E.F., FISHER L., JENSEN M., ROLL R. (1969): «The adjustment of stock prices to new informatio», *International Economic Review*, February, pp. 1-21
7. GILLET Ph. (1998): «Méthodologies des études d'événements: nouvelles approches», *Cahier de recherche CEREGE*, n° 165, IAE de Poitiers, Janvier
8. GILLET Ph. (1999): *L'efficience des marchés financiers*, Economica
9. GILLET Ph. (2001): «le rachat d'actions: théorie et pratique de gouvernement d'entreprise», *La Revue du Financier,* N 128, Février
10. HAMON. J. (1997): «Le rachat d'actions une politiques de valorisation des actions»; *CR N° 9801; Université de Paris-Dauphine*, Novembre
11. IKENBERRY D., LAKONISHOK J. & VERMAELEN T. (1995): «Market underreaction to open market share repurchases», *Journal of Financial Economics*, 39, pp.181–208.
12. IKENBERRY D., LAKONISHOK J., & VERMAELEN T. (2000): Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading, *Journal of Finance*, 50, pp.2373–2397
13. JACQUILLAT B. et LEVASSEUR M. (1984): «Signaux, mandats et gestion financière: une synthèse de la literature», *Finance*, Vol. 5
14. JENSEN. M. C, et MECKLING. W. H. (1976): «Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency And Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol 3,
15. KRACHER B. et JOHNSON R.R. (1997) : «Repurchases anouncements, lies and false signals», *Journal of Business Ethics*, November
16. LEE Y.-G., JUNG S.-C. & THORNTON Jr. J. H. (2005): «Long-term stock performance after open-market repurchases in Korea», *Global Finance Journal* 16, pp.191–209
17. MITCHELL M., & STAFFORD E. (2000): «Managerial decisions and long-term stock price performance», *Journal of Business*, 73, pp.287–329.
18. VERMAELEN T. (1981) : «Common stock repurchases and market signalling : an empirical study», *Journal of Financial Economics*, vol 9
19. ZHANG H. (2005): «Share price performance following actual share repurchases», *Journal of Banking and Finance*, 29, pp.1887–1901.

© 2016 Global Journals Inc. (US)

Annexes

Annexe 1 : Calcul des rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de SAMIR

Date	R_t observée MASI	R_t observée SAMIR	R_t théorique SAMIR	RA	RAC
18/03/2005	0,10%	-1,10%	0,13%	-1,23%	-1,23%
21/03/2005	0,35%	0,00%	0,44%	-0,44%	-1,67%
22/03/2005	0,26%	0,83%	0,33%	0,51%	-1,16%
23/03/2005	-0,09%	-0,55%	-0,11%	-0,45%	-1,61%
24/03/2005	0,02%	-1,33%	0,03%	-1,36%	-2,97%
25/03/2005	-0,04%	1,07%	-0,05%	1,12%	-1,85%
28/03/2005	-0,21%	-0,56%	-0,26%	-0,30%	-2,15%
29/03/2005	-0,29%	0,28%	-0,36%	0,63%	-1,51%
30/03/2005	-0,74%	-1,36%	-0,90%	-0,46%	-1,98%
31/03/2005	-0,64%	-1,16%	-0,79%	-0,37%	-2,35%
01/04/2005	-0,70%	1,43%	-0,85%	2,28%	-0,07%
04/04/2005	-0,06%	-0,99%	-0,06%	-0,92%	-0,99%
05/04/2005	0,11%	0,46%	0,14%	0,31%	-0,68%
06/04/2005	0,17%	3,37%	0,21%	3,16%	2,48%
07/04/2005	0,17%	1,37%	0,22%	1,15%	3,63%
08/04/2005	0,14%	-1,35%	0,18%	-1,53%	2,10%
11/04/2005	-0,06%	0,00%	-0,06%	0,06%	2,16%
12/04/2005	0,30%	0,00%	0,38%	-0,38%	1,79%
13/04/2005	0,10%	1,37%	0,13%	1,24%	3,03%
14/04/2005	0,33%	1,08%	0,41%	0,67%	3,70%
15/04/2005	0,05%	1,07%	0,07%	1,00%	4,69%
Moyenne				0,22%	0,16%
Ecart type				1,18%	2,39%
*t** de Student				0,1890	0,0671
$t^{0,05}$ *à 19 ddl*				2,093	2,093

Annexe 2 : Calcul des rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de BMCE

Date	R_t observée MASI	R_t observée BMCE	R_t théorique BMCE	RA	RAC
22/08/2008	-0,03%	0,03%	-0,02%	0,05%	0,05%
25/08/2008	-0,17%	-0,61%	-0,09%	-0,52%	-0,47%
26/08/2008	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,48%
27/08/2008	0,16%	0,32%	0,07%	0,25%	-0,23%
28/08/2008	0,58%	-0,32%	0,28%	-0,60%	-0,83%
29/08/2008	0,04%	0,00%	0,01%	-0,01%	-0,84%
01/09/2008	0,67%	0,00%	0,32%	-0,32%	-1,16%
02/09/2008	-0,28%	-0,13%	-0,14%	0,01%	-1,15%
03/09/2008	0,23%	0,10%	0,11%	-0,01%	-1,17%
04/09/2008	-0,55%	0,03%	-0,27%	0,31%	-0,86%
05/09/2008	-0,68%	-1,29%	-0,33%	-0,96%	-1,82%
08/09/2008	-1,71%	-1,31%	-0,84%	-0,47%	-2,28%
09/09/2008	-0,95%	-0,66%	-0,47%	-0,20%	-2,48%
10/09/2008	-1,00%	-0,67%	-0,49%	-0,17%	-2,65%
11/09/2008	-0,01%	-0,60%	-0,01%	-0,60%	-3,25%
12/09/2008	-0,94%	-0,44%	-0,46%	0,02%	-3,22%
15/09/2008	-3,39%	-5,05%	-1,66%	-3,39%	-6,62%
16/09/2008	-4,08%	-2,14%	-2,00%	-0,14%	-6,76%

© 2016 Global Journals Inc. (US)

17/09/2008	-0,58%	0,00%	-0,29%	0,29%	-6,47%
18/09/2008	2,59%	1,82%	1,26%	0,56%	-5,91%
19/09/2008	4,34%	5,73%	2,12%	3,62%	-2,29%
Moyenne				-0,11%	-2,42%
Ecart type				1,17%	2,21%
*t** de Student				-0,0936	-1,0974
$t^{0,05}$ *à 19 ddl*				2,093	2,093

Annexe 3 : Calcul des rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de MAROC TELECOM

Date	R_t observée MASI	R_t observée IAM	R_t théorique IAM	RA	RAC
24/04/2008	-0,64%	-0,30%	-0,40%	0,10%	0,10%
25/04/2008	-0,39%	-0,33%	-0,16%	-0,17%	-0,07%
28/04/2008	0,43%	-0,15%	0,60%	-0,75%	-0,82%
29/04/2008	0,68%	1,52%	0,83%	0,68%	-0,14%
30/04/2008	-0,74%	-0,97%	-0,49%	-0,48%	-0,62%
02/05/2008	-0,02%	0,25%	0,18%	0,07%	-0,54%
05/05/2008	-0,64%	0,05%	-0,40%	0,45%	-0,09%
06/05/2008	0,72%	0,30%	0,87%	-0,57%	-0,66%
07/05/2008	-0,50%	0,32%	-0,26%	0,59%	-0,07%
08/05/2008	0,87%	1,10%	1,01%	0,08%	0,01%
09/05/2008	0,16%	-0,05%	0,35%	-0,40%	-0,38%
12/05/2008	0,70%	2,81%	0,85%	1,96%	1,57%
13/05/2008	0,41%	1,82%	0,59%	1,24%	2,81%
14/05/2008	-0,44%	-1,18%	-0,22%	-0,96%	1,85%
15/05/2008	-0,96%	-3,79%	-0,70%	-3,09%	-1,24%
16/05/2008	0,81%	3,93%	0,96%	2,97%	1,73%
19/05/2008	-0,71%	-3,90%	-0,46%	-3,44%	-1,71%
20/05/2008	0,41%	-0,40%	0,59%	-0,98%	-2,69%
21/05/2008	-0,28%	-1,49%	-0,06%	-1,43%	-4,13%
22/05/2008	0,20%	0,68%	0,39%	0,29%	-3,83%
23/05/2008	-0,27%	-0,63%	-0,05%	-0,57%	-4,41%
Moyenne				-0,21%	-0,64%
Ecart type				1,44%	1,91%
*t** de Student				-0,1460	-0,3321
$t^{0,05}$ *à 19 ddl*				2,093	2,093

Annexe 4 : Calcul des rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de BMCI

Date	R_t observée MASI	R_t observée BMCI	R_t théorique BMCI	RA	RAC
28/04/2008	0,43%	0,00%	0,15%	-0,15%	-0,15%
29/04/2008	0,68%	1,35%	0,29%	1,05%	0,90%
30/04/2008	-0,74%	0,00%	-0,53%	0,53%	1,43%
02/05/2008	-0,02%	-0,09%	-0,11%	0,02%	1,45%
05/05/2008	-0,64%	-0,62%	-0,47%	-0,15%	1,30%
06/05/2008	0,72%	1,60%	0,32%	1,29%	2,59%
07/05/2008	-0,50%	-0,18%	-0,39%	0,21%	2,80%
08/05/2008	0,87%	3,51%	0,40%	3,11%	5,91%
09/05/2008	0,16%	0,00%	-0,01%	0,01%	5,91%
12/05/2008	0,70%	0,00%	0,31%	-0,31%	5,61%
13/05/2008	0,41%	-3,99%	0,14%	-4,13%	1,48%
14/05/2008	-0,44%	0,80%	-0,36%	1,15%	2,63%

© 2016 Global Journals Inc. (US)

15/05/2008	-0,96%	0,88%	-0,65%	1,53%	4,16%
16/05/2008	0,81%	0,00%	0,37%	-0,37%	3,79%
19/05/2008	-0,71%	-1,22%	-0,51%	-0,71%	3,08%
20/05/2008	0,41%	0,35%	0,14%	0,21%	3,29%
21/05/2008	-0,28%	0,00%	-0,26%	0,26%	3,55%
22/05/2008	0,20%	-0,35%	0,02%	-0,37%	3,18%
23/05/2008	-0,27%	0,18%	-0,25%	0,43%	3,61%
26/05/2008	-0,45%	-0,44%	-0,36%	-0,08%	3,52%
27/05/2008	-0,25%	0,62%	-0,24%	0,86%	4,39%
Moyenne				0,21%	3,07%
Ecart type				1,31%	1,63%
*t** de Student				0,1590	1,8774
$t^{0,05}$ *à 19 ddl*				2,093	2,093

Annexe 5 : Calcul des rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de ADDOHA

Date	R_t observée MASI	R_t observée ADDOHA	R_t théorique ADDOHA	RA	RAC
22/02/2008	0,02%	0,00%	0,09%	-0,09%	-0,09%
25/02/2008	-0,82%	0,00%	-1,21%	1,21%	1,12%
26/02/2008	0,42%	-0,64%	0,71%	-1,35%	-0,23%
27/02/2008	0,08%	0,10%	0,19%	-0,10%	-0,33%
28/02/2008	0,17%	0,50%	0,33%	0,17%	-0,15%
29/02/2008	-0,67%	-0,17%	-0,97%	0,80%	0,65%
03/03/2008	-0,49%	-0,95%	-0,69%	-0,26%	0,39%
04/03/2008	-0,98%	-1,72%	-1,45%	-0,27%	0,12%
05/03/2008	0,67%	0,66%	1,10%	-0,44%	-0,33%
06/03/2008	0,53%	2,78%	0,89%	1,89%	1,57%
07/03/2008	0,39%	0,47%	0,68%	-0,21%	1,36%
10/03/2008	0,21%	4,22%	0,39%	3,82%	5,19%
11/03/2008	0,74%	-0,45%	1,21%	-1,66%	3,52%
12/03/2008	1,71%	0,79%	2,71%	-1,92%	1,60%
13/03/2008	0,26%	-0,11%	0,47%	-0,59%	1,01%
14/03/2008	-0,65%	-0,45%	-0,94%	0,49%	1,51%
17/03/2008	-0,20%	-0,02%	-0,24%	0,21%	1,72%
18/03/2008	-0,64%	-0,99%	-0,93%	-0,06%	1,66%
19/03/2008	0,04%	1,25%	0,13%	1,12%	2,78%
24/03/2008	-0,40%	0,58%	-0,56%	1,14%	3,93%
25/03/2008	0,29%	-0,36%	0,51%	-0,87%	3,06%
Moyenne				0,15%	1,43%
Ecart type				1,28%	1,53%
*t** de Student				0,1142	0,9352
$t^{0,05}$ *à 19 ddl*				2,093	2,093

© 2016 Global Journals Inc. (US)

This page is intentionally left blank

© 2016 Global Journals Inc. (US)