

# **RACHATS DES ACTIONS**

## **ANALYSES THEORIQUE ET EMPIRIQUE**

---

**Huu Minh MAI \***

**Emmanuel TCHEMENI\*\***

\* *Responsable des Recherches – Dérivés sur actions et indices  
ParisBourse SA*

\*\* *Maître des Conférences à l'université de Paris Nord  
Villetaneuse*

*Les auteurs étudient les rachats par ramassage en bourse sur la période 1998-1999.*

*Ils présentent la législation et la réglementation relative au rachat par ramassage en bourse.*

*Ils étudient les caractéristiques des sociétés qui ont annoncé des programmes de rachat d'actions propres, en terme de marché de cotation, de taille, d'appartenance à un indice (CAC40, SBF120,...), de secteur d'activité.*

*Ils analysent le comportement des sociétés en matière de rachat d'actions propres, ainsi que les principales motivations qui sous-tendent les rachats. Concernant le comportement des sociétés, les nombres d'opérations de rachat annoncées en 1998 et 1999 sont comparées aux chiffres observés sur les années 1996 et 1997.. Les différentes motivations sont classées par ordre décroissant en fonction de la fréquence de citation dans les différentes notes d'information déposées auprès de la Commission des Opérations de Bourse par les sociétés qui ont annoncé des programmes de rachats d'actions.*

*Les auteurs analysent l'impact des annonces des programmes de RRB sur la valorisation des sociétés concernées (impact boursier ou impact sur la valeur de la société ou la richesse des actionnaires). La mise en évidence de variations anormales importantes de cours boursiers signifierait que le RRB transmet au marché de l'information sur les sociétés en cause.*

Une firme peut utiliser ses liquidités excédentaires pour racheter ses propres actions. Le rachat est une forme de dividendes qui servirait à véhiculer de l'information aux investisseurs (Barclay et Smith, 1988 ; Ikenberry et Vermaelen, 1996 ; Ikenberry, Lakonoshok et Vermaelen, 1995). Selon Ikenberry, Lakonoshok et Vermaelen, (1995), aux Etats-Unis, lorsque les dirigeants de sociétés sont interrogées sur les motivations des RRB, les raisons les plus souvent avancées sont la « sous-évaluation » et le fait que les actions de leurs sociétés représentent un « bon investissement » ; ces deux raisons sont cohérentes avec l'hypothèse traditionnelle de signaling.

En France, préalablement à la mise en œuvre des programmes de RRB, les sociétés doivent rendre publique une note d'information auprès de la COB<sup>1</sup>. Dans cette note, les dirigeants doivent énumérer par ordre d'importance décroissante les finalités ou objectifs du programme de RRB. L'analyse des objectifs et finalités montre que la première motivation des RRB est la régularisation des cours, ce qui suppose une sous-évaluation. La majorité des programmes de RRB (selon la nouvelle loi de 1998) serait donc cohérente avec l'hypothèse traditionnelle de signaling.

Dans cet article, nous nous intéressons au régime de rachat à des fins diverses ou encore communément appelé rachat d'actions propres pour la gestion financière du capital.

## I. REGIME JURIDIQUE

Autorisé par l'assemblée générale ordinaire, le rachat peut porter sur un nombre de titres représentant au plus 10% du capital de la société, sous réserve des limitations permanentes qui résultent de l'article 217-3 de la loi.

Ce régime intègre dans sa généralité le régime antérieur du rachat en vue de la régularisation de cours, qui disparaît en tant que régime spécifique. Les actions, acquises par tous moyens, peuvent être conservées, ou bien cédées ou transférées par tous moyens. Elles peuvent aussi être annulées, si l'assemblée générale extraordinaire a décidé ou autorisé une réduction de capital selon les modalités de l'article 217-2 de la loi : les annulations d'actions ne peuvent porter sur plus de 10% du capital par périodes de vingt-quatre mois.

Selon le règlement de la COB, les interventions des émetteurs dans le cadre des RRB doivent être légitimes et ne pas avoir pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur.

### I.1. « LEGITIMITE » DES INTERVENTIONS

Les interventions en bourse des émetteurs sont présumées légitimes lorsqu'elles remplissent certaines conditions (article 7 du règlement COB n° 90-04) :

- elles sont effectuées par un seul intermédiaire par séance de bourse, sauf en période d'émission ( cette dernière se situe entre l'annonce d'une émission et un mois après la cotation des titres émis) ;
- le prix est compris dans une fourchette définie par le cours le plus bas et le cours le plus haut atteint au cours de la séance de bourse, les cessions de blocs ne peuvent être réalisées à un prix supérieur au cours de bourse<sup>2</sup>;

<sup>1</sup> Depuis le rapport Esambert et les changements introduits dans la loi qui ont suivi, les opérations de RRB en France présentent des grandes similitudes avec les opérations d'open market en Grande Bretagne et aux Etats-Unis. Les résultats de notre étude pourront être à l'origine de comparaisons utiles permettant de porter une première appréciation sur les propositions du rapport Esambert et les changements qu'elles ont induits.

<sup>2</sup> Les cessions de blocs de titres ne sont pas pris en compte dans la limite de volume quotidien d'intervention (article 7 du règlement), mais le règlement impose une limite d prix, alors qu'en général, elles sont réalisées à un prix supérieur au cours de bourse : cette limitation vise à assurer l'égalité des actionnaires.

Pour les titres cotés en continu, i) les interventions ne concourent à la formation du cours ni avant l'ouverture de la séance de bourse, ni à l'ouverture de la séance ou à la première cotation du titre, ni à la reprise des cotations suivant une suspension, individuelle ou générale, ou une réservation du titre, ni, selon le cas dans la dernière demi-heure de la séance de bourse ou au fixing de clôture ; ii) les interventions n'ont pas pour objectif d'influer sur le cours de compensation d'un instrument financier dérivé du capital ; iii) les interventions représentent un volume maximal de 25% de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence précédant l'intervention (cinq jours de bourse pour les valeurs cotées sur le marché à règlement mensuel, trente jours de bourse pour les valeurs négociées sur les marchés au comptant), les transactions sur blocs de titres n'étant pas prises en compte ;

Pour les titres cotées au fixing, les interventions représentent un volume maximal de 25% de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence de trente jours de bourse précédant l'intervention.

Les interventions peuvent bien sûr avoir lieu dans des conditions différentes. Mais dans une telle hypothèse, la présomption ne jouerait pas ; le cadre des interventions serait borné par la notion de manipulation de cours, qui constitue un délit.

### I.1.1. Modes d'acquisition

Les émetteurs doivent s'abstenir d'intervenir sur leurs propres titres à certaines périodes, sans préjudice des dispositions du règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée (article 8) :

- quinze jours avant la date à laquelle les comptes consolidés, ou à défaut, les comptes annuels, sont rendus publics ;
- pendant la période comprise entre la date à laquelle ils ont connaissance d'une information<sup>3</sup> qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative sur le cours de bourse, et celle à laquelle cette information est rendue publique.

**Sur un plan pratique**, il existe plusieurs avantages à utiliser les rachats d'actions comme alternative des dividendes, comme moyen de distribution de cash aux actionnaires.

1-Contrairement au dividendes régulier, qui implique un engagement de maintenir le paiement sur les périodes futures, le rachat d'actions sont perçus à priori comme un moyen occasionnel et non permanent de distribuer du cash.

Par conséquent, les firmes disposant d'excédents de cash-flows, et qui ne sont pas certains de leurs capacité à générer de cash-flows similaires sur les périodes futures, devraient racheter leurs actions plutôt que de distribuer des dividendes, ce qui serait conforme à l'hypothèse de signaling. Ces firmes pourraient également distribuer un dividende exceptionnel puisque celui-ci n'implique pas non plus un engagement de procéder à de telles distributions dans le futur.

2-La décision de racheter des actions offre plus de flexibilité aux firmes dans la mesure où elles peuvent se rétracter et/ou répartir les rachats sur une période plus longue que ne le permet la décision de verser un dividende exceptionnel de même montant. En outre, la firme a la possibilité de racheter un pourcentage du capital inférieur à celui annoncé.

3-Le rachat d'actions présente un avantage fiscal pour les actionnaires dans la mesure où les dividendes sont imposés au taux normal alors que la plus-values qui résultent des rachats sont imposés à un taux réduit de 26%. En outre, les actionnaires ont la possibilité

---

<sup>3</sup> notamment lorsque sont disponibles leurs états financiers semestriels et les résultats et chiffre d'affaires trimestriels

de ne pas vendre leurs actions et donc de ne pas réaliser les plus-values sur la période de rachat des actions.

4-Le rachat d'actions est beaucoup plus ciblé, en ne versant du cash qu'aux actionnaires qui en ont besoin, du fait que le rachat est fondé sur le volontariat : les actionnaires qui ont un besoin de cash peuvent vendre leurs actions dans le cadre du programme de rachat, et ceux qui n'en ont pas besoin conserveront leurs actions.

5-Le rachat d'actions peut constituer un moyen de renforcer le contrôle des insiders (management, actionnaires importants, etc) sur la société. En effet, si les insiders ne vendent pas leurs actions dans le cadre du programme de rachat, ils disposeront à la fin de celui-ci, un pourcentage plus important du capital de la société, et par conséquent, d'un pouvoir de contrôle plus important.

6- Le rachat d'actions peut constituer pour les firmes, lorsqu'elles font l'objet d'une attaque (assault) ou d'une offre inamicale, un moyen de soutenir les cours de leurs actions. C'est le cas lors d'une OPA ou OPE hostile ; après le crash d'octobre 1997, plusieurs sociétés américaines ont lancé des programmes de rachat d'actions pour empêcher les cours de chuter davantage.

**En résumé, le rachat d'actions permet aux firmes de distribuer du cash aux actionnaires et de garder une certaine flexibilité pour les périodes futures.**

## II. REVUE DE LA LITTERATURE

La littérature financière fournit une liste des motivations pour lesquelles les sociétés devraient racheter leurs actions : réajustement de la structure du capital<sup>4</sup>, défense contre des OPA, signaling, distribution aux actionnaires d'excédents de trésorerie, substitution aux distributions de dividendes en cash, expropriation des richesses au détriment des obligataires et au profit des actionnaires.

Bien que toutes ces motivations soient plausibles, le signaling émerge comme l'explication la plus souvent retenue, comme l'attestent Vermaelen (1981) ; Dann (1981) ; Asquith et Mullins (1986) ; Ofer et Thakor (1987) ; Constantinides et Grundy (1989) ; Barnes, Burnie et Gunay (1997) ; Ikenberrry, Lakonishok et Vermaelen (1995) ; Tsetsekos (1993) ; Netter et Mitchell (1989) ; Franz, Rao et Tripathy (1995).

### HYPOTHESE D'INFORMATION OU DE SIGNALING

L'hypothèse classique (traditionnelle) de signaling est sous-tendue par l'asymétrie d'information entre le marché et les dirigeants. Si, selon le management, la société est sous-évaluée, il devrait opter pour un rachat d'actions. Faire une annonce à ce sujet est par conséquent considéré comme l'envoi d'un signal important à un marché moins informé. Si les marchés réagissent de manière efficiente, les cours devraient s'ajuster instantanément. Le nouveau cours d'équilibre devrait refléter la « vraie » valeur de l'information nouvelle.

Les études sus-citées concluent à une réaction du marché à l'annonce du plan de rachat, se traduisant par des rentabilités anormales, sur courte période, comprises entre 3% et 5,09%.

Franz, Rao et Tripathy (1995) étudient 157 opérations de rachat par ramassages réalisées par des sociétés du NASDAQ entre début 1983 et juillet 1987. Ils mettent en évidence une chute de cours de - 12% sur 40 séances pour le sous-échantillon identifié comme motivé par la sous-évaluation du titre. Après l'annonce, la hausse des cours est de +5,09% sur deux séances.

---

<sup>4</sup> Dans les notes d'information communiquées à la COB dans le cadre des opérations de rachat, cette motivation est souvent exprimée sous les formes suivantes : « optimiser les sources de financement », « ajuster les sources des ressources », ...

Vermaelen (1981), appliquant une méthodologie classique d'études d'événement, trouve des rentabilités positives de 2,37% sur la date précédant l'annonce, et de 1% sur la date d'annonce. Les rentabilités anormales sont dans l'ensemble négatives sur les jours - 60 à - 2 relativement la date d'annonce 0. Après la date d'annonce, les rentabilités anormales sont faibles en valeur absolue, et négatives ou positives. [Pour mémoire, les offres publiques sont à l'origine de rentabilités anormales supérieures à 15% sur les dates -1 et 0].

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) analysent des rentabilités anormales suite à des rachats par ramassages de titres sur le court terme, de 20 jours avant l'annonce à 20 jours après l'annonce, et sur le long terme, du mois précédant l'annonce à 4 années après.

Pour l'ensemble des annonces, les rentabilités anormales sont négatives (cumul des rentabilités anormales de -3,07%) de la date - 20 à la date - 3 relativement à la date d'annonce. Sur le court terme, la rentabilité anormale moyenne cumulée sur les dates - 2 à +2 est de 3,54%. Sur le long terme, en appliquant la stratégie buy-and-hold du mois suivant l'annonce du rachat à quatre années après, est de 12%

Les auteurs ont également constitué des sous-échantillons sur la base de la taille (capitalisation boursière) et du ratio Book/Market. Ils montrent que les sociétés de faible taille et les sociétés dont le ratio Book/Market est élevé (value stock), présentent sur le long terme, des rentabilités anormales très supérieures à celles des sociétés de caractéristiques opposées.

Barnes, Burnie et Gunay (1997) trouvent sur le marché canadien de Toronto une somme des rentabilités anormales moyennes (RAM) sur les dates -1 à 0, de 1,34%, significatif au seuil de 1% avec une statistique Z égale à 3,99.

Les auteurs constituent ensuite deux sous-échantillons, petites firmes et grandes firmes. Les petites firmes affichent un cumul des RAM sur [-1, +1], double de celui des grandes firmes, indiquant ainsi l'existence d'un effet taille.

Netter et Mitchell (1989) analysent la performance anormale du marché pour les sociétés du NYSE, de l'AMEX et de l'OTC, ayant annoncé un programme de rachat d'actions par ramassage, sur la période de deux semaines qui a immédiatement suivi le crash d'octobre 1987. Les résultats trouvés indiquent pour les sociétés du NYSE/AMEX une rentabilité anormale moyenne sur deux jours, dates -1 et 0, de 3,45%, significative au seuil de 1%. Pour les sociétés de l'OTC, la rentabilité anormale moyenne sur une période similaire de deux jours est de 6,21%.

Les auteurs trouvent que dans l'ensemble, l'annonce du rachat est en moyenne, à l'origine de rentabilités anormales positives et significatives, qui ne diminuent pas après l'annonce, mais augmentent plutôt sur les 40 jours de transaction qui suivent l'annonce.

Tsetsekos (1993) teste l'hypothèse selon laquelle l'annonce de programmes de rachat d'actions par ramassage en bourse accroît le flux d'informations positives sur les perspectives futures de la société à l'origine de l'annonce ; l'effet serait encore plus accentué pour les sociétés financièrement fragiles (celles perçues comme ne présentant pas de perspectives de cash-flow intéressantes). Par ailleurs, un accroissement du levier, implicite dans l'annonce du rachat, pourrait signaler la confiance des dirigeants concernant les cash-flows futurs et la capacité d'assurer le service de la dette, entraînant par conséquent une révision positive des anticipations du marché.

La rentabilité anormale cumulée sur la fenêtre d'événement [-1,0] est de 2,316% pour les sociétés financièrement solides<sup>5</sup> et de 4,104% pour les sociétés financièrement fragiles.

---

<sup>5</sup> Les sociétés financièrement fragiles présentent un rating d'obligations faible (BA et moins), alors que les sociétés financièrement solides présentent un rating d'obligations élevé (au-dessus de BA). Un rating faible peut constituer le signe d'une difficulté pour l'entreprise à financer ses projets par des ressources internes. Il signifie également une capacité limitée pour émettre de nouveaux emprunts à un coût faible.

Lorsqu'une firme rachète ses actions, les dirigeants communiquent un signal aux investisseurs<sup>6</sup>. Le contenu du signal est ambigu. Il se pourrait que la firme ne dispose, pour ses ressources générées en interne, d'aucune opportunité d'investissement (ou opportunité de croissance) susceptible de créer de la valeur pour les actionnaires. Par ailleurs, les dirigeants peuvent penser que la firme est sous-évaluée<sup>7</sup>, particulièrement dans les situations où celle-ci propose de racheter les actions à un prix comportant un premium substantiel par rapport au cours du marché. Dans ce dernier exemple relatif aux offres publiques de rachat, l'offre est l'occasion de communiquer aux actionnaires actuels de l'information interne sur la valeur.

En faveur de l'hypothèse de signaling, l'on peut remarquer la tendance pour les dirigeants qui rachètent leurs propres actions, à citer majoritairement la sous-évaluation des titres comme objectif prioritaire du rachat.

La littérature financière sur les rachats d'actions fournit d'autres explications pour toute variation de cours boursiers, dont les principales sont rappelées ci-dessous.

### **HYPOTHESE DU DIVIDENDE [HYPOTHESE DE L'IMPOSITION PERSONNELLE (PERSONAL TAXATION HYPOTHESIS)]**

Selon cette hypothèse, les firmes rachètent leurs actions afin de permettre à leurs actionnaires de bénéficier du taux d'imposition faible des rachats relativement aux dividendes. L'actionnaire bénéficie alors d'une économie d'impôt.

Selon Lie et Lie (1999), une forte représentation des investisseurs institutionnels au capital est de nature à augmenter la prise en compte par les dirigeants de l'aspect fiscal. En effet, les institutionnels sont plus à même que les autres investisseurs d'attirer l'attention des dirigeants sur les implications fiscales des différents types de distribution ; ils ont également un pouvoir important pour inciter les dirigeants à choisir la solution qui maximise la distribution nette d'impôt.

### **HYPOTHESE DE LEVIER**

Le rachat pourrait être financé par une émission simultanée (ou une émission antérieure) de dette. Par ce biais, la firme bénéficie d'une économie d'impôt du fait de la déductibilité fiscale des charges d'intérêt supportées sur les dettes, et, sous la condition que cette économie d'impôt est transférée aux actionnaires, le cours de l'action va s'accroître.

Si l'on se réfère à l'une des motivations avancées pour le rachat d'actions sur le marché français, racheter des actions et les annuler ensuite permet d'accroître la part des dettes dans le financement des firmes qui réalisent ces opérations. Dans un environnement de baisse des taux d'intérêt (et donc du coût des dettes) qui sont devenus inférieurs au coût des fonds propres, la réduction de la part des fonds propres dans le financement se traduit par une baisse du coût moyen pondéré du capital (CMPC). Sous l'hypothèse de constance des cash-flows, la baisse du CMPC se traduit par une augmentation de la valeur de l'entreprise et donc par là de la création de valeur.

### **HYPOTHESE D'EXPROPRIATION DES OBLIGATAIRES**

Racheter des actions réduit la valeur de l'actif de la firme, et par conséquent la valeur de la garantie pour les obligataires (value of the claims to the bondholders). Sous la condition que cette expropriation n'a pas été anticipée (prise en compte) dans le pricing des émissions d'obligations, il y aura un transfert de richesse des actionnaires vers les

<sup>6</sup> L'information interne sur la valeur.

<sup>7</sup> L'argument de sous-évaluation des actions est très souvent avancé par les dirigeants des entreprises françaises qui ont racheté leurs actions.

Dans le document « Rachat par les sociétés de leurs propres actions : bilan et propositions » élaboré par la COB, il est indiqué que les sociétés ayant annoncé un programme de rachat entre le 30/09/98 et le 30/09/99, ont à 98,21% énoncé la régularisation de cours comme premier objectif du programme de rachat. Pour notre échantillon allant de juillet 1998 au 31 décembre 1999, le pourcentage est supérieur à 95%.

obligataires. [l'effet est similaire à celui d'un spin-off, analysé par Galai et Masulis (1976)].

Remarquons cependant que certaines clauses insérées dans les contrats obligataires imposent des restrictions aux rachats de la même manière qu'elles en imposent pour la distribution des dividendes.

### **HYPOTHESES DE LA THEORIE D'AGENCE ET DU FREE CASH-FLOWS**

Ces hypothèses ont été formulées dans Jensen (1986).

Selon la théorie d'agence, la majorité des opérations entraînant une augmentation du levier (rachat d'actions, substitution d'actions ordinaires aux dettes ou aux actions de préférence, substitution d'actions de préférence aux obligations,...) se traduisant par un accroissement significatif des cours boursiers. Cette réaction des cours s'explique par le fait que la distribution de cash au travers du rachat diminue le volume de ressources dont le dirigeant a l'utilisation discrétionnaire. Cette diminution accroît le contrôle du marché (et donc des actionnaires) sur les dirigeants qui devront recourir au marché en cas de besoin de nouveaux financements. Le rachat réduit alors l'asymétrie d'information entre dirigeant et actionnaires, accroît le contrôle de ces derniers sur les dirigeants, et réduit par conséquent les coûts d'agence.

La théorie du free cash flow prédit qu'à l'exception des firmes qui disposent de projets d'investissement rentables non financés, les cours boursiers vont s'accroître en cas de suppléments de distributions non anticipées aux actionnaires (ou promesse de distribution : annonce d'un programme de rachat d'actions par exemple), et les cours vont décroître dans les cas de diminutions de paiement ou de demande supplémentaire de fonds (ou de réductions des promesses de distribution futures).

### **LES DETERMINANTS DU CHOIX DES RACHATS D' ACTIONS COMME ALTERNATIVE A LA DISTRIBUTION DES DIVIDENDES**

Bartov, Krinsky et Lee (1998) analysent différents facteurs susceptibles d'inciter des sociétés à racheter des actions au lieu de distribuer des dividendes. Ils considèrent trois facteurs, la sous-évaluation des actions, le système de compensation (existence de stockoptions) des dirigeants, et le pourcentage du capital détenu par des investisseurs institutionnels. Les auteurs testent la pertinence des facteurs par comparaison entre un échantillon de sociétés ayant effectué des rachats et un échantillon de sociétés comparables ayant augmenté les dividendes.

Mais pourquoi de nombreuses sociétés continuent à distribuer des dividendes, voire à les augmenter ? La réponse se trouve peut-être dans la théorie d'agence (coût d'agence) : la non-maximisation de la valeur de la société (non maximisation de la richesse des actionnaires. Il y aurait simplement peu d'incitations de la part des dirigeants à prendre en compte les conséquences fiscales pour les actionnaires, du mode de distribution de cash qu'ils adoptent. Cependant, l'on devrait observer des « pressions » sur les dirigeants pour aller dans le sens de la maximisation de la richesse des actionnaires.<sup>8</sup>

## **III. DONNEES**

### **III.1. ECHANTILLON DES SOCIETES**

L'échantillon comprend 460 (413) dates d'annonce entre Juillet 1998 et Décembre 1999. L'annonce type faite par les sociétés de l'échantillon est l'annonce d'un programme de rachat d'un pourcentage de ses propres actions de 10% maximum sur une période de 18 mois.

---

<sup>8</sup> John Neff, a prominent money manager, told *The Wall Street Journal* (1995) that he and other big investors « are pushing for buybacks, saying the hell with dividends... »

Elles concernent 420 (373) sociétés différentes cotées sur le Règlement Mensuel, le Marché Comptant, le Second Marché et le Nouveau Marché.

### III.1.1. Répartition par marché

Ces dates et sociétés sont réparties selon les compartiments de marché comme suit :

#### REPARTITION PAR MARCHÉ

| Marché            | Programmes | %     | Valeurs    | %     | Sociétés   | %     | Ratio (%)    |
|-------------------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|--------------|
| Comptant          | 41         | 9.34  | 37         | 9.41  | 172        | 20.60 | 21.51        |
| Règlement Mensuel | 163        | 37.13 | 137        | 34.86 | 178        | 21.32 | 76.97        |
| Second Marché     | 195        | 44.42 | 179        | 45.55 | 374        | 44.79 | 47.86        |
| Nouveau Marché    | 40         | 9.11  | 40         | 10.18 | 111        | 13.29 | 36.04        |
| <b>Total</b>      | <b>439</b> |       | <b>393</b> |       | <b>835</b> |       | <b>47.07</b> |

La colonne programmes contient le nombre d'annonces de programmes de rachat (certaines sociétés ont annoncé plus d'un programme de rachat). La colonne valeurs comporte le nombre de sociétés ayant annoncé un programme de rachat. Le Ratio représente le pourcentage de sociétés d'un compartiment ayant annoncé un programme de rachat.

L'analyse des programmes de rachat par compartiment de marché montre que les sociétés du RM sont les plus nombreuses à annoncer des programmes rachat d'actions avec près de 77% suivies par les sociétés du Second Marché (48%), du Nouveau Marché (36%) et du Comptant (21%).

### III.1.2. Répartition par indice

En terme d'appartenance aux différents indices représentatifs de la Bourse de Paris, le pourcentage des sociétés semble lié à la capitalisation puisque, pour l'indice CAC40, 34 des 39 valeurs de l'indice ont annoncé leur programme de rachat, soit plus de 87% et seulement 90 des 128 valeurs de l'indice SBF250 et qui ne sont ni dans le CAC40, ni dans le SBF80, représentant près de 70%.

#### REPARTITION PAR INDICE

| Indice         | Programmes | %     | Valeurs    | %     | Sociétés   | %     | Ratio (%)    |
|----------------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|--------------|
| CAC40          | 46         | 20.44 | 34         | 17.89 | 39         | 15.92 | 87.18        |
| SBF80          | 77         | 34.22 | 66         | 34.74 | 78         | 31.84 | 84.62        |
| SBF250 - SBF80 | 102        | 45.33 | 90         | 47.37 | 128        | 52.24 | 70.31        |
| <b>Total</b>   | <b>225</b> |       | <b>190</b> |       | <b>245</b> |       | <b>77.55</b> |

Cet effet de taille est maintenant analysé par la formation de 5 classes de capitalisation formées du même nombre de valeurs. Chaque quintile de capitalisation comporte 167 sociétés sur 835 sociétés cotées à la Bourse de Paris.

### III.1.3. Répartition par quintile de capitalisation

La plupart des études empiriques ont trouvé une relation inverse entre rentabilité résultant du rachat et la taille des entreprises : la rentabilité anormale est en général inversement proportionnel à la taille de l'entreprise qui procède au rachat.

Plus l'entreprise est de faible taille, plus la valeur de ses actions augmente après l'annonce du rachat. Les petites entreprises sont suivies moins assidûment par les analystes financiers. Par conséquent, le monde extérieur est bien au courant de leurs

perspectives futures et de leur évolution, de sorte qu'un signal émanant d'insiders a une plus grande valeur d'information.

#### REPARTITION PAR QUINTILE DE CAPITALISATION CROISSANT

| Quintile     | Programmes | %     | Valeurs    | %     | Sociétés   | %  | Ratio (%)    |
|--------------|------------|-------|------------|-------|------------|----|--------------|
| 1 Faible     | 39         | 8.88  | 37         | 9.41  | 167        | 20 | 22.16        |
| 2            | 73         | 16.63 | 67         | 17.05 | 167        | 20 | 40.12        |
| 3            | 74         | 16.86 | 70         | 17.81 | 167        | 20 | 41.92        |
| 4            | 101        | 23.01 | 95         | 24.17 | 167        | 20 | 56.89        |
| 5 Forte      | 152        | 34.62 | 124        | 31.55 | 167        | 20 | 74.25        |
| <b>Total</b> | <b>439</b> |       | <b>393</b> |       | <b>835</b> |    | <b>47.07</b> |

Le tableau montre que le nombre d'annonces de programmes de rachats (colonne programmes) et le nombre de sociétés ayant un programme de rachat (colonne valeurs) sont croissant avec la taille. 34,62% de sociétés ayant annoncé un programme de rachat appartiennent au sous-échantillon des plus fortes capitalisations, contre 8,88% pour le sous-échantillon de plus faibles capitalisations. Les données contenues dans le tableau ne sont pas cohérentes avec l'hypothèse selon laquelle les sociétés de grande taille ont plus tendance à distribuer du cash aux actionnaires que les sociétés de petite taille.

Est ensuite analysée la relation entre secteur d'activité et annonce d programme de rachat.

#### III.1.4. Répartition par secteur

Douze secteurs d'activités sont considérés. L'hypothèse testée : l'appartenance a un secteur donne constitue-t-il un élément qui favorise ou non l'annonce de programmes de rachats ?.

#### REPARTITION PAR SECTEUR

| Secteur                      | Programmes | %     | Valeurs    | %     | Sociétés   | %     | Ratio (%)    |
|------------------------------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|--------------|
| Energie                      | 5          | 1.14  | 4          | 1.02  | 9          | 1.08  | 44.44        |
| Produits de base             | 17         | 3.87  | 16         | 4.07  | 45         | 5.39  | 35.56        |
| Construction                 | 17         | 3.87  | 14         | 3.56  | 19         | 2.28  | 73.68        |
| Biens d'équipement           | 57         | 12.98 | 49         | 12.47 | 97         | 11.62 | 50.52        |
| Automobile                   | 14         | 3.19  | 14         | 3.56  | 19         | 2.28  | 73.68        |
| Autres biens de consommation | 79         | 18    | 67         | 17.05 | 131        | 15.69 | 51.15        |
| Industrie agro-alimentaire   | 32         | 7.29  | 27         | 6.87  | 58         | 6.95  | 46.55        |
| Distribution                 | 45         | 10.25 | 42         | 10.69 | 86         | 10.3  | 48.84        |
| Autres services              | 90         | 20.5  | 86         | 21.88 | 190        | 22.75 | 45.26        |
| Immobilier                   | 15         | 3.42  | 13         | 3.31  | 31         | 3.71  | 41.94        |
| Services financiers          | 41         | 9.34  | 37         | 9.41  | 84         | 10.06 | 44.05        |
| Sociétés d'investissement    | 27         | 6.15  | 24         | 6.11  | 66         | 7.9   | 36.36        |
| <b>Total</b>                 | <b>439</b> |       | <b>393</b> |       | <b>835</b> |       | <b>47.07</b> |

Lorsque le pourcentage de sociétés ayant annoncé des programmes de rachats est considéré, le secteur " Autres Services " est celui qui présente le plus fort pourcentage, suivi successivement par les secteurs " Autres biens de consommation ", " Biens d'équipement ", "Distribution ".Lorsque le pourcentage de sociétés du secteur publiant

ayant annoncé des programmes de rachat est comparé au pourcentage de sociétés de la cote appartenant au secteur, le secteur " Autres services " fait moins bien. En effet, ce secteur représente 22,75% de la cote, alors que 21,88% d'annonces de programmes de rachat sont faites par les sociétés de ce secteur. Selon ce critère de comparaison, la meilleure performance est réalisée par les " autres biens de consommation " [15,69% des sociétés de la cote, 17,05% des [11,62% Des sociétés de la cote, 12,47% des annonces de programmes de rachats].

### III.1.5. Evolution par mois

Nous analysons si les annonces de programmes de rachats sont uniformément réparties sur les 12 mois de l'année.

Les mois qui concentrent un nombre important d'annonces sont les mois de mai (26,2% des annonces), avril (24,15% des annonces) et dans une moindre mesure les mois de juin (10,71%) et de mars (8,43%). Les sociétés seraient-elles incitées à publier des programmes de rachats sur les mois qui se situent après la fin de l'exercice fiscal (31/12), période sur laquelle un volume important d'informations relatives aux sociétés est publié. Il est difficile de tirer une conclusion définitive dans la mesure où l'on ne dispose pas de données complètes que sur une année (1999). Les effets mois d'avril et mois de mai sont-ils systématiques ? Il est intéressant d'analyser cette constatation relative au mois de publication, sur plusieurs années et sur des marchés étrangers.

#### ÉVOLUTION DU NOMBRE DE PROGRAMMES

| Mois         | Programmes | %     |
|--------------|------------|-------|
| 199807       | 1          | 0.23  |
| 199809       | 12         | 2.73  |
| 199810       | 14         | 3.19  |
| 199811       | 12         | 2.73  |
| 199812       | 14         | 3.19  |
| 199901       | 4          | 0.91  |
| 199902       | 15         | 3.42  |
| 199903       | 37         | 8.43  |
| 199904       | 106        | 24.15 |
| 199905       | 115        | 26.2  |
| 199906       | 47         | 10.71 |
| 199907       | 11         | 2.51  |
| 199908       | 13         | 2.96  |
| 199909       | 12         | 2.73  |
| 199910       | 5          | 1.14  |
| 199911       | 13         | 2.96  |
| 199912       | 8          | 1.82  |
| <b>Total</b> | <b>439</b> |       |

### III.1.6. Priorité des objectifs

Les dirigeants qui souhaitent réaliser une dilution maximale du bénéfice par action ont intérêt à racheter un pourcentage important du capital. En outre, l'hypothèse de flexibilité fournie par les programmes de rachat incite les entreprises à annoncer un volume maximal d'actions à racheter, même si le pourcentage de rachats effectif est différent du programme annoncé.

De plus, la loi sur les rachats fixe à 10% le pourcentage maximum de capital qu'une société peut racheter, il est logique d'observer, pour toutes ces raisons, près de 70% des programmes proposant exactement 10% de rachats. Il est noter également que certains programmes ne publient pas ce pourcentage.

#### REPARTITION PAR % DE RACHAT

| Tranche         | Programmes | %     |
|-----------------|------------|-------|
| Nc              | 76         | 17.31 |
| de 0 à 5 exclu  | 50         | 11.39 |
| de 5 à 10 exclu | 10         | 2.28  |
| exactement 10   | 303        | 69.02 |
| Total           | 439        |       |

### III.2. LES BASES DE DONNEES BOURSIERES

Les données de cours et de volumes sont extraites des CDROM de la Bourse de Paris.

## IV. METHODOLOGIE

### IV.1. ETUDES D'ÉVENEMENTS

L'étude d'événement la plus classique sur les cours consiste à vérifier, sous l'hypothèse d'efficacité de marché, que les rentabilités anormales moyennes à la date d'annonce sont nulles. Les différentes approches sont largement développées dans la littérature. Une synthèse de ces méthodologies est présentée dans Hachette (1991).

Cette étude examine l'évolution des cours (ou de variations de cours) autour d'un événement. L'impact d'un événement sur les cours d'un titre est mesuré par l'écart entre la rentabilité du titre et une norme. En pratique, plusieurs normes sont utilisées,

- la rentabilité d'un indice représentatif du marché (équi-pondéré ou pondéré pour corriger l'effet taille),
- la rentabilité moyenne du même titre mais mesurée sur une période d'estimation, en dehors de l'événement,
- la rentabilité en excès par le modèle de marché en ajustement par rapport au risque systématique. Ce risque peut être évalué par les moindres carrés ordinaires, ou par d'autres méthodes corrigeant l'asynchronisme des données, celle proposée par Dimson (1979) par exemple ou encore par Scholes et Williams (1977) qui corrige en plus l'autocorrélation des rentabilités, ou encore par Fowler et Rorke (1983).

La panoplie des tests statistiques est également importante. La statistique la plus courante est donnée par le t de Student en longitudinal ou en coupe instantanée. L'hypothèse de normalité peut être levée par des tests non paramétriques, en particulier le test du signe.

#### IV.1.1. Choix du modèle

Soient

- $R_{i,t}$  la rentabilité du titre  $i$  à la date  $t$
- $R_{m,t}$  la rentabilité de l'indice représentatif du marché à la date  $t$
- $t=0$ , la date d'événement
- $t \in [-L-c, -c-1]$ , la période d'estimation de durée  $L$

- $t \in [-c, +c]$ , la période de test de largeur  $2c+1$ .

Les rentabilités anormales sont calculées par différence entre les rentabilités du titre et une norme :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - K_{i,t} \quad (2)$$

Le choix du modèle consiste à définir  $K_{i,t}$ .

Le modèle le plus simple et le plus souvent utilisé définit  $K_{i,t}$  par la rentabilité d'un indice du marché, c'est à dire

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

où  $R_{m,t}$  est dans notre cas soit un indice équi-pondéré, soit un indice pondéré par la capitalisation.

$K_{i,t}$  peut également être défini comme la rentabilité moyenne du titre sur la période d'estimation. Cette norme est dans ce cas constante et la rentabilité anormale est égale à :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \left( \frac{1}{L} \sum_{\tau=-c-1}^{-c-L} R_{i,\tau} \right) \quad (4)$$

Le dernier modèle que nous utilisons est le modèle de marché pour ajuster les rentabilités par le risque. La rentabilité anormale est alors donnée par :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta \cdot R_{m,t}) \quad (5)$$

On peut utiliser trois versions du modèle de marché pour assouplir certaines hypothèses statistiques émises mais non vérifiées empiriquement. Dans la première version qui est la plus connue, les coefficients  $\alpha$  et  $\beta$  sont estimés par les Moindres Carrés Ordinaires sur la période d'estimation  $[-c-L, -c-1]$ . La deuxième version du modèle, et celle que nous retenons, est celle proposée par Dimson (1979) pour atténuer le phénomène d'asynchronisme des données, c'est à dire le décalage des dates des cours entre titres, entre le titre et l'indice par exemple. La troisième version, proposée par Scholes et Williams (1977), corrige en plus l'autocorrélation des rentabilités de l'indice. Fowler et Rorke (1983) améliorent ce modèle en proposant une correction à l'ordre 2 des autocorrélations. La version retenue dans notre étude est celle de Dimson, qui d'après Hamon et Jacquillat (1992), paraît donner de meilleurs résultats. Elle consiste à estimer les coefficients  $\alpha$  et  $\beta$  en deux étapes. Dans la première étape, les rentabilités du titre sont regressées sur les rentabilités de l'indice avec deux décalages en avant et deux décalages en arrière<sup>9</sup> :

$$R_{i,t} = \alpha_{(0)} + \sum_{i=-2}^{+2} \beta_{(i)} \cdot R_{m,t+i} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Le coefficient caractéristique  $\beta$  est ensuite donné, en seconde étape, par la somme des coefficients  $\beta_{(i)}$  :

$$\beta = \sum_{i=-2}^{+2} \beta_{(i)} \quad (7)$$

Quant au coefficient  $\alpha$ , il est déduit<sup>10</sup> de la moyenne des rentabilités du titre, celle du marché et du nouveau coefficient  $\beta$  estimé.

<sup>9</sup> Le nombre de décalages en avant et en arrière est choisi arbitrairement en fonction du degré d'asynchronisme du marché.

<sup>10</sup> Pour une régression linéaire classique  $Y = a + bX$ , le coefficient  $a$  est estimé par  $\bar{Y} - \beta\bar{X}$ .

#### IV.1.2. Choix des tests

Nous définissons ensuite les notations suivantes :

- $RAM_t$  la rentabilité anormale moyenne de tous les titres à la date  $t$

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i,t} \quad \text{pour } t = (-c - L), \dots, +c \quad (8)$$

- $SRAM$  la dispersion des rentabilités anormales moyennes sur la période d'estimation. Elle est calculée d'après la formule :

$$SRAM = \sqrt{\frac{1}{L-1} \sum_{t=-c-1}^{-c-L} (RAM_t - MRAM)^2} \quad (9)$$

$$\text{où } MRAM = \frac{1}{L} \sum_{t=-c-1}^{-c-L} RAM_t$$

La statistique (paramétrique) classique du test de Student, notée  $T_{PAR}$ , est définie par :

$$\frac{RAM_t}{SMAR} \xrightarrow{\text{suit}} \mathbf{T}(N-1) \quad (10)$$

Contrairement à la statistique longitudinale précédente où l'écart-type au dénominateur de l'équation (10) est constante, la statistique en coupe instantanée, notée  $T_{CROSS}$ , est définie en remplaçant le dénominateur de l'équation par la valeur suivante :

$$SRAM_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (RA_{i,t} - RAM_t)^2} \quad (11)$$

où  $RAM_t$  est définie à l'équation (8).

Le troisième test que nous utilisons est un test non-paramétrique qui permet de ne pas supposer l'hypothèse de normalité des rentabilités. Cette hypothèse, d'après Mai (1992) en particulier, n'est pas vérifiée sur le marché des actions françaises. Ce test non paramétrique, noté  $T_{SIGNE}$ , est basé sur la répartition symétrique des rentabilités : l'hypothèse nulle est la répartition aléatoire des rentabilités et il y a autant de rentabilités positives que négatives. Ce test s'écrit :

$$T_{SIGNE} = \frac{N_+ - \left(\frac{N_+ + N_-}{2}\right)}{\sqrt{\frac{N_+ + N_-}{4}}} \xrightarrow{\text{suit}} \mathbf{N}(0,1) \quad (12)$$

où  $N_+$  (respectivement  $N_-$ ) est le nombre de rentabilités strictement positives (ou négatives).

## V. RESULTATS EMPIRIQUES

Les paramètres  $L$  et  $c$ , représentant respectivement la longueur de la période d'estimation (en dehors des événements) et de test (autour des événements), sont égaux respectivement à 60 et 10 jours.

Les rentabilités sont calculées selon la formule logarithmique avec réinvestissement du dividende :

$$R_{i,t} = \text{Log} \left( \frac{C_{i,t+1} + D_{i,t+1}}{C_{i,t}} \right) \quad (13)$$

avec

- $C_{i,t}$  : le cours ajusté à la date  $t$  du titre  $i$
- $C_{i,t+1}$  : le cours ajusté à la date  $(t+1)$  du titre  $i$
- $D_{i,t+1}$  : le dividende ajusté distribué à la date  $t+1$

## V.1. ETUDE GLOBALE

L'analyse des résultats est faite en considérant deux périodes : une période  $[-2, +2]$  de 5 jours centrée sur la date d'annonce afin de saisir l'effet instantané de celle-ci ; une période plus longue,  $[-10, +10]$  sur laquelle l'hypothèse d'une détention de titres sur plusieurs jours est sous-jacente.

Les valeurs observées sur  $[-2, +2]$  montrent :

- Une variation positive et faible des rentabilités à la date d'événement 0 et sur  $[0, +2]$  ;
- Une variation négatives des rentabilités à la date  $-2$  ;

Les résultats obtenus sur  $[-10, +10]$  montrent :

- Des RAMC positives atteignant même  $+3\%$  sur les dates  $+9$  et  $+10$ . Ces chiffres sont cependant non significativement différents de zéro. Les graphiques confirment ce résultat.
- Avant l'annonce du programme de rachat, soit sur la période  $[-10, -3]$ , il n'est pas observé de mouvements systématiquement négatifs ou positifs de cours. Ceci n'est pas cohérent avec l'hypothèse de signalisation d'une action sous-évaluée ou « boudée » par le marché

*Pour l'ensemble de l'échantillon, l'annonce de programmes de rachat ne provoque pas de variations positives et significatives de cours. Neuf à dix jours après l'annonce, les variations cumulées atteignent cependant  $+3\%$ .*

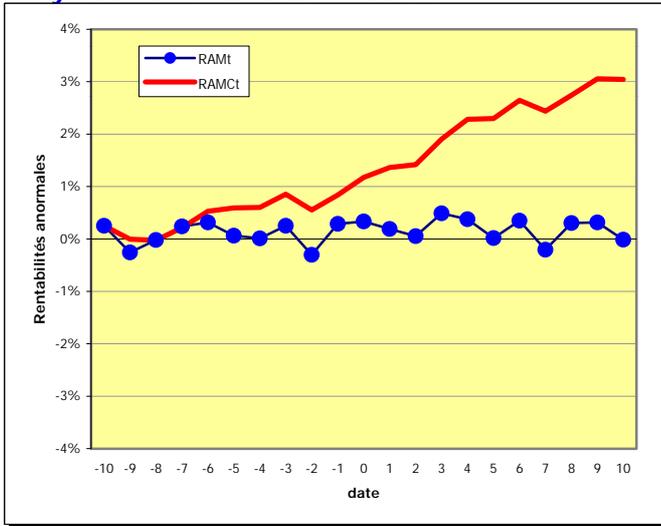
Des analyses plus fines par marché (le règlement mensuel, le marché au comptant et le second marché) et par quintiles de capitalisation sont maintenant effectuées .

## Tous les marchés

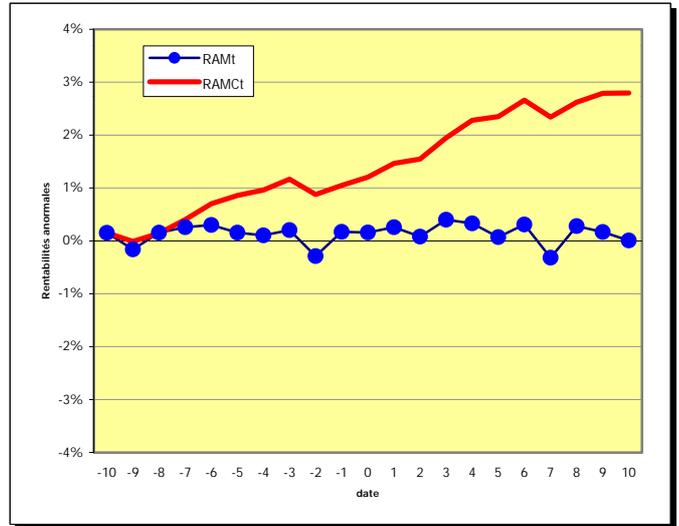
| t        | RAM(t)       |              |              |              | Statistiques - RAM(t) |              |             | RAMC(t)      |              |              |              |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|          | Titre        | Indice       | MdM          | MdM-SW       | t-Student             | du Signe     | Standardisé | Titre        | Indice       | MdM          | MdM-SW       |
| -10      | 0.25%        | 0.15%        | 0.24%        | 0.17%        | 0.81                  | 0.27         | 0.63        | 0.25%        | 0.15%        | 0.24%        | 0.17%        |
| -9       | -0.26%       | -0.16%       | -0.16%       | -0.19%       | -0.87                 | -1.65        | -0.74       | -0.01%       | -0.01%       | 0.08%        | -0.02%       |
| -8       | -0.02%       | 0.16%        | 0.21%        | 0.05%        | 0.84                  | -0.53        | 0.66        | -0.02%       | 0.14%        | 0.29%        | 0.04%        |
| -7       | 0.24%        | 0.26%        | 0.26%        | 0.18%        | 1.38                  | 0.79         | 2.03        | 0.21%        | 0.40%        | 0.55%        | 0.22%        |
| -6       | 0.32%        | 0.30%        | 0.28%        | 0.28%        | 1.61                  | -0.16        | 1.56        | 0.53%        | 0.70%        | 0.83%        | 0.50%        |
| -5       | 0.06%        | 0.16%        | 0.19%        | 0.03%        | 0.83                  | 1.33         | 1.35        | 0.59%        | 0.86%        | 1.02%        | 0.53%        |
| -4       | 0.01%        | 0.11%        | 0.15%        | 0.06%        | 0.57                  | 0.69         | 0.26        | 0.60%        | 0.96%        | 1.17%        | 0.58%        |
| -3       | 0.25%        | 0.20%        | 0.23%        | 0.25%        | 1.09                  | -0.11        | 0.99        | 0.85%        | 1.17%        | 1.40%        | 0.84%        |
| -2       | -0.30%       | -0.29%       | -0.24%       | -0.21%       | -1.55                 | 0.9          | -0.44       | 0.55%        | 0.88%        | 1.17%        | 0.62%        |
| -1       | 0.29%        | 0.17%        | 0.32%        | 0.19%        | 0.92                  | -0.27        | 1.14        | 0.84%        | 1.05%        | 1.48%        | 0.81%        |
| <b>0</b> | <b>0.33%</b> | <b>0.16%</b> | <b>0.09%</b> | <b>0.26%</b> | <b>0.86</b>           | <b>-1.27</b> | <b>1.04</b> | <b>1.17%</b> | <b>1.21%</b> | <b>1.57%</b> | <b>1.08%</b> |
| 1        | 0.19%        | 0.26%        | 0.33%        | 0.18%        | 1.39                  | 0.37         | 1.83        | 1.36%        | 1.47%        | 1.90%        | 1.26%        |
| 2        | 0.05%        | 0.08%        | -0.06%       | -0.02%       | 0.43                  | 0.37         | 0.56        | 1.42%        | 1.55%        | 1.85%        | 1.24%        |
| 3        | 0.49%        | 0.40%        | 0.31%        | 0.54%        | 2.15                  | 2.07         | 2.75        | 1.90%        | 1.95%        | 2.16%        | 1.78%        |
| 4        | 0.38%        | 0.33%        | 0.38%        | 0.36%        | 1.78                  | 0.32         | 2.43        | 2.28%        | 2.28%        | 2.54%        | 2.13%        |
| 5        | 0.02%        | 0.07%        | 0.09%        | -0.01%       | 0.38                  | -0.8         | -0.13       | 2.30%        | 2.35%        | 2.63%        | 2.12%        |
| 6        | 0.35%        | 0.31%        | 0.38%        | 0.37%        | 1.67                  | 1.27         | 1.9         | 2.65%        | 2.66%        | 3.01%        | 2.49%        |
| 7        | -0.21%       | -0.32%       | -0.42%       | -0.28%       | -1.71                 | -3.51        | -2.75       | 2.44%        | 2.34%        | 2.59%        | 2.21%        |
| 8        | 0.30%        | 0.28%        | 0.33%        | 0.37%        | 1.50                  | 1.11         | 1.72        | 2.74%        | 2.62%        | 2.92%        | 2.58%        |
| 9        | 0.31%        | 0.17%        | 0.15%        | 0.32%        | 0.90                  | -0.85        | 1.19        | 3.06%        | 2.79%        | 3.06%        | 2.90%        |
| 10       | -0.01%       | 0.01%        | 0.03%        | -0.08%       | 0.03                  | -0.53        | 0.46        | 3.04%        | 2.79%        | 3.09%        | 2.82%        |

# Tous les marchés

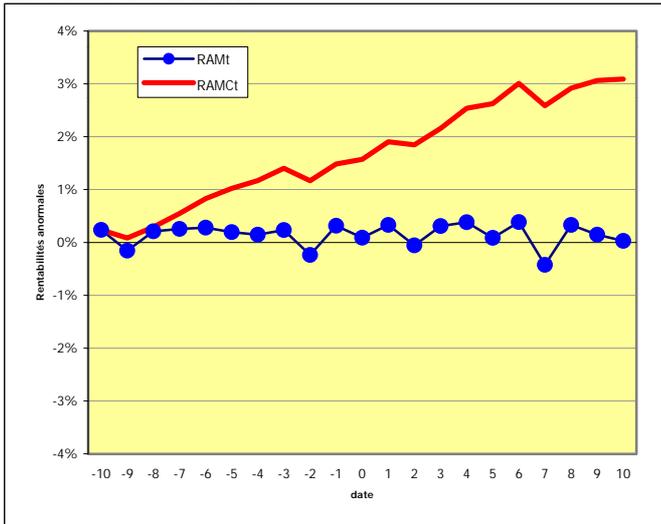
Moyenne des rentabilités du titre



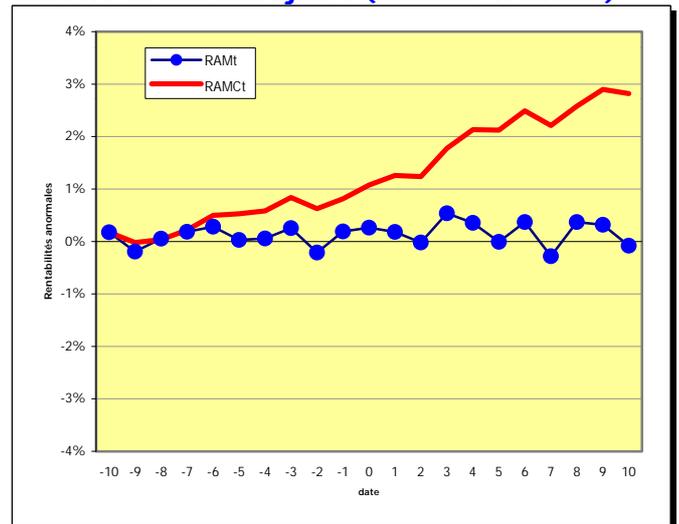
Rentabilité de l'indice



Modèle de marché



Modèle de marché ajusté (Scholes-Williams)



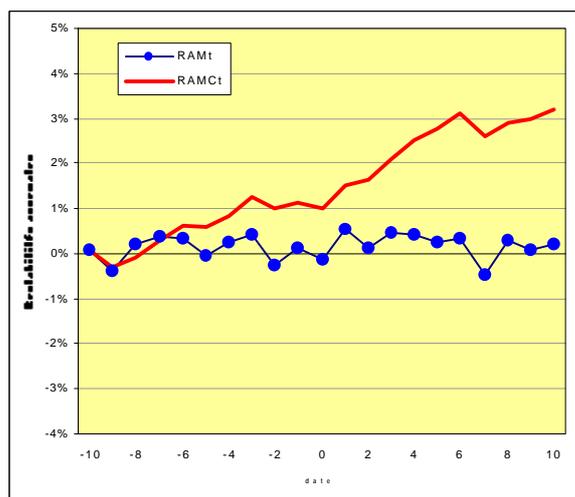
|    | RAM(t) | t-Student | Standardisé | RAMC(t) | t-Student | Standardisé |
|----|--------|-----------|-------------|---------|-----------|-------------|
| -2 | -0.29% | -1.55     | -0.44       | -0.29%  | -1.55     |             |
| -1 | 0.17%  | 0.92      | 1.14        | -0.12%  | -0.32     |             |
| 0  | 0.16%  | 0.86      | 1.04        | 0.04%   | 0.07      |             |
| 1  | 0.26%  | 1.39      | 1.83        | 0.30%   | 0.40      |             |
| 2  | 0.08%  | 0.43      | 0.56        | 0.38%   | 0.41      |             |

## V.2. PAR MARCHÉ

### V.2.1. Règlement mensuel

L'annonce de programmes de rachat est à l'origine de variations significatives de cours à la date +1. L'hypothèse de signalisation serait donc vérifiée un jour après la date d'annonce de l'événement.

Sur la période [-10, -3], les variations de cours n'étant pas systématiquement négatives, l'hypothèse de sous-évaluation ne semble pas vérifiée.

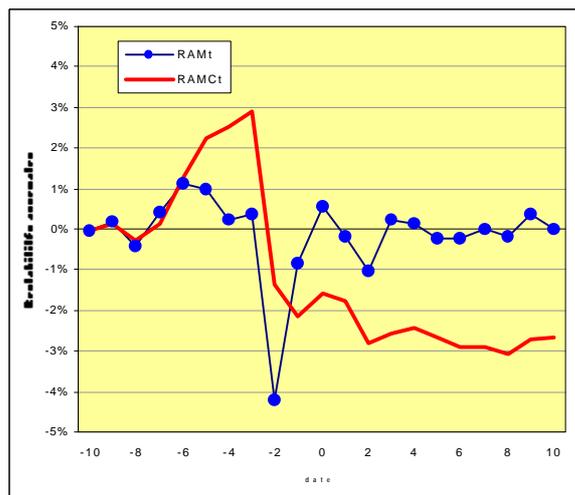


### V.2.2. Règlement comptant

Les résultats montrent que la RAM est positive mais non significative à la date d'événement 0. La RAM observée connaît tout de même une forte augmentation entre la date -2 et la date 0. En effet, la RAM observée en -2 est significativement négative.

L'augmentation n'étant pas significativement différente de zéro et la rentabilité négative et significative n'étant observée que sur un seul jour, l'on peut difficilement conclure à la vérification des hypothèses de signalisation et de sous-évaluation.

L'effet taille ne semble pas vérifiée dans la mesure où il ne se dégage pas une différence tranchée entre le comportement des sociétés comptant et des sociétés du RM. Ce dernier est sensé représenter des sociétés de tailles plus importantes que celles du comptant.



### V.2.3. Second marché

A la date zéro les RAM sont importantes et positives mais non significativement différentes de zéro.

Il n'est pas observé de variations significatives de cours, à l'exception de la période  $[-2, 0]$  qui connaît une augmentation importante mais non significative relativement à la période  $[-4, -3]$ .



## V.3. PAR QUINTILE DE CAPITALISATION

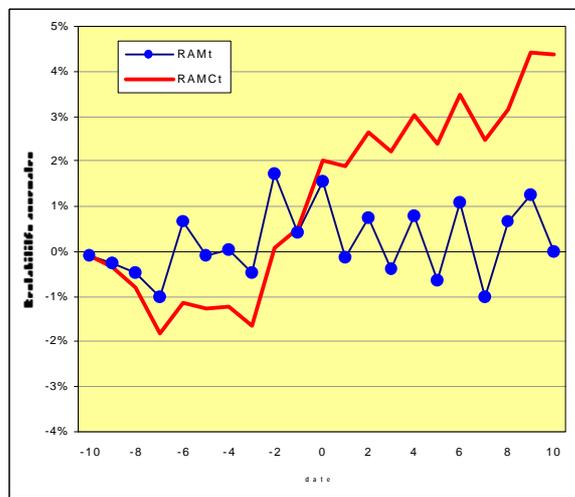
L'échantillon global est divisé en 5 classes de capitalisation croissante avec le même nombre d'effectifs.

### V.3.1. Premier quintile de capitalisation

Les résultats relatifs au sous-échantillon « Premier quintile de capitalisation » sont cohérents avec les hypothèses ci-dessous :

L'hypothèse de sous-évaluation, dans la mesure où il est observé une augmentation des rentabilités après l'annonce (du moins sur les dates  $-1$  à  $=2$ ). Cependant, après la date  $+2$ , il y a un retour à la moyenne.

L'hypothèse de signaling (ou de signalisation) dans la mesure où l'annonce semble révéler des informations sur les perspectives des sociétés, informations non encore rendues public. En effet, sur la période  $[-2, 0]$  et notamment à la date 0, l'on observe une forte augmentation des rentabilités., de 1,4% à 1,62% avec un t de Student de 2,38%.



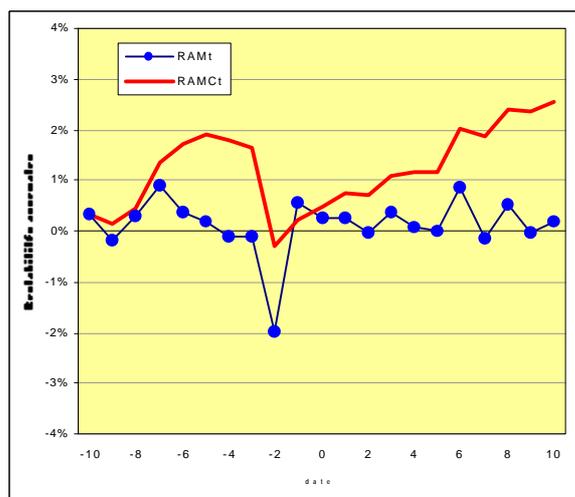
L'effet taille dans la mesure où pour cet échantillon de capitalisations les plus faibles, il est observé à la date d'événement, des rentabilités anormales positives et significativement différentes de zéro. En effet, pour les plus fortes capitalisations (cinquième quintile) et les capitalisations moyenne (troisième quintile), l'on n'observe pas de rentabilités anormales positives et significatives, ni sur la date d'événement, ni sur la période  $[-1, +1]$ .

### V.3.2. Troisième quintile de capitalisation

Les résultats observés pour le troisième quintile montrent :

Une sous-évaluation des titres sur la période  $[-4, -2]$ . Tous les modèles considérés indiquent une sous-évaluation très prononcée à la date  $-2$ . Les RAM pour les quatre modèles sont de  $-2,12\%$ ,  $-1,96\%$ ,  $-1,96\%$  et  $-1,97\%$ , toutes fortement significatives.

Une augmentation des rentabilités des titres sur la période  $[-1, +1]$ . Cette augmentation, est importante par rapport à la période  $[-4, -2]$ , mais est non significativement différente de zéro..



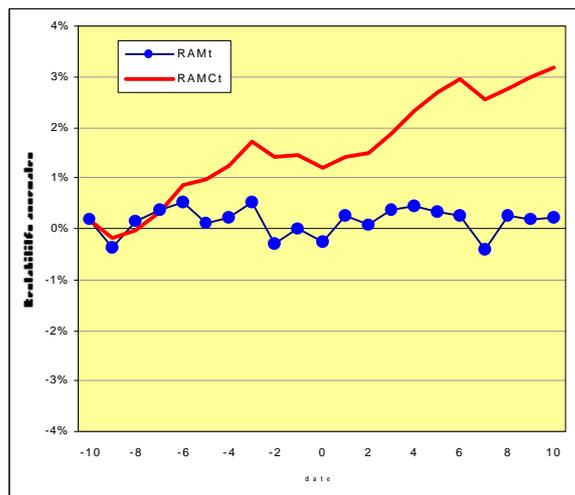
Les graphiques illustrent bien les données chiffrées présentées ci-dessus.

### V.3.3. Cinquième quintile

Sur la période  $[-2, +2]$  autour de la date d'événement, aucune variation significative de cours boursiers n'est observée. La rentabilité anormale moyenne est négative et non significative à la date d'événement.

Aucune tendance systématique n'est observée avant et après la date d'événement, par exemple des rentabilités anormales négatives avant et positives après.

Un investisseur achetant et détenant sur  $[-10, +10]$  et  $[0, +10]$  des titres de sociétés annonçant un programme de rachat, pourrait réaliser des plus-values boursières positives et importantes, bien que non significatives.



### EN RESUME

Les valeurs des rentabilités anormales cumulées (RAMC) sur la période de  $-2$  à  $+2$  pour les différents sous-échantillons sont ci-dessous rappelées :

- Tous les marchés 0,41%
- Règlement mensuel 0,37%
- Comptant -5,69%
- Second marché 1,23%
- Cinquième quintile -0,24%
- Troisième quintile -0,94%
- Premier quintile 4,29%

La réaction moyenne du marché est beaucoup plus prononcée pour les sociétés de « petite taille », second marché [1,23%] et quintile des plus faibles capitalisations (premier quintile sur cinq quintiles) [4,29%].

A l'exception des sociétés de faible capitalisation, les rentabilités des titres annonçant un programme de rachat semble similaire à la réaction moyenne du marché.

Vermaelen (1981), Comment et Jarrell (1991) trouvent une réaction du marché de 3,54% sur  $[-2, +2]$ , et concluent à une évolution des rentabilités quasiment similaires à la réaction moyenne du marché.

Les valeurs des RAMC sur [-10, -3] pour les différents sous-échantillons sont ci-dessous rappelées, pour le benchmark « Indice » :

- Tous les marchés 1,17%
- Règlement mensuel 1,26%
- Comptant 3,07%
- Second marché 0,84%
- Cinquième quintile 1,74%
- Troisième quintile 1,65%
- Premier quintile -1,66%

Les résultats trouvés n'indiquent pas de RAMC négatif sur [-10, -3], à l'exception du sous-échantillon « premier quintile ». Ce dernier présente une RAMC de -1,6% sur la période considérée, indiquant une sous-évaluation des titres sur la période qui précède l'annonce du programme de rachat d'actions.

L'ampleur de la sous-évaluation est cependant inférieure à celle mise en évidence par Ikenberry et al (1995) sur la période [-20, -3] de -3,07%, et Vermaelen (1991).

En outre, Ikenberry et al (1995) trouvent une RAMC de « seulement » 2,33% suite aux programmes de rachat annoncés sur la période 1987 à 1990. Ils trouvent également une RAMC de 45,3% sur une période de 4 années à compter de la date d'annonce du programme de rachat

La faible réaction des rentabilités observée lorsque l'ensemble de notre échantillon est considérée, pourrait s'expliquer en partie par la période relativement courte de notre étude (de juillet 1998 au 31/12/1999).

Dans le cadre de notre étude, l'hypothèse de signaling est vérifiée pour le sous-échantillon « premier quintile », qui présente des RAM positives et significativement différentes de zéro sur les dates -2 et -1, et des RAMC positives et significativement différentes de zéro sur la date d'annonce.

L'annonce de programmes de rachat par les dirigeants réduirait ainsi l'asymétrie d'information entre ceux-ci et le marché.

Par ailleurs, l'hypothèse de sous-évaluation, argument souvent utilisé par les dirigeants qui annoncent un programme de rachat, est également cohérente avec les résultats trouvés pour le sous-échantillon « premier quintile ». En effet, il est observé une RAMC de -1,6% sur la période [-10, -3] précédant l'annonce.

En ce qui concerne le reste de l'échantillon, des variations positive et importantes de rentabilités sont observées suite à l'annonce des programmes de rachat d'actions. Ces variations de rentabilités ne sont cependant pas significativement différentes de zéro.

Le nombre croissant des programmes de rachat observé depuis juillet 1998 s'expliquerait notamment par l'objectif de dilution du BPA et/ou le scénario de Jensen (1986) selon lequel les managers préfèrent, à bon escient, verser aux actionnaires les liquidités excédentaires de la firme plutôt de les mal investir.

## CONCLUSION

Cet article avait un double objectif, analyser le comportement des entreprises en matière d'annonce de programme de rachat d'actions d'une part, et tester si ces annonces ont ou non un contenu informationnel d'autre part.

L'analyse de la pratique des entreprises françaises en matière de rachat d'actions propres a permis de formuler plusieurs observations :

- Depuis la loi de juillet 1998, les sociétés appartenant à tous les compartiments du marché de Paris sont de plus en plus nombreuses à annoncer des programmes de rachat. Les sociétés du Règlement Mensuel présentent le pourcentage le plus.
- La propension à annoncer des programmes de rachat est forte quel que soit l'indice considéré. Cette propension est la plus forte pour l'indice CAC40 dont 87% de sociétés qui le composent annoncent des programmes de rachat.
- L'effet taille a été testé par composition de 5 quintiles croissant de capitalisation, le premier quintile étant formé des capitalisations les plus faibles. Il apparaît que la proportion de sociétés annonçant un programme de rachat est croissante avec la taille. En effet, 34,62% des sociétés ayant annoncé un programme de rachat appartiennent au sous-échantillon des plus faibles capitalisations (5<sup>ème</sup> quintile) contre 8,88% pour le sous-échantillon des plus faibles capitalisations (1<sup>er</sup> quintile).
- L'analyse d'un effet secteur montre bien que le secteur service comprend le plus fort pourcentage de sociétés d'un secteur ayant annoncé des programmes de rachat (22,75%), le secteur « autres biens de consommation » est celui qui fait le mieux. En effet le secteur « autres biens de consommation » (« services ») représente 15,69% (11,62%) de sociétés de la cote, alors que 17,05% (12,47%) annoncent des programmes de rachat.
- L'étude d'un effet mois montre que les mois de mai et avril concentrent les taux les plus élevés d'annonces de programmes de rachat, 26,2% et 24,15% respectivement.

L'impact informationnel de l'annonce des programmes de rachat d'actions a été analysé au regard de plusieurs hypothèses notamment, l'hypothèse de sous-évaluation des titres avant l'annonce et l'hypothèse de signaling (signalisation).

La littérature financière a souvent retenu plusieurs hypothèses rappelées en début de cet article, susceptibles d'expliquer une variation des cours suite à l'annonce de programmes de rachat. Les hypothèses les plus souvent citées sont la signalisation (signaling), la substitution des rachats aux dividendes, la théorie d'agence et du free cash-flow.

Les dirigeants mentionnent rarement ces hypothèses comme motivations des programmes de rachat. Au contraire, ils mentionnent souvent la sous-évaluation et le fait que les titres de la société représentent un « bon investissement », la gestion économique et financière (accroissement du BPA), l'optimisation des coûts de financement (réduction du coût moyen pondéré du capital par réduction de la part des fonds propres dans le financement global de l'entreprise).

Pour toutes ces hypothèses et motivations (objectifs), l'annonce des programmes de rachat devrait se traduire par des fortes variations de cours.

Les résultats trouvés montrent qu'en moyenne, le marché ne présente pas de variations significatives de cours suite à l'annonce de programmes de rachat.

L'hypothèse de signaling n'est pas vérifiée pour l'ensemble de l'échantillon.

L'hypothèse de sous-évaluation avant l'annonce n'est également pas vérifiée pour l'ensemble de l'échantillon

Sur la période [-1, +1], des variations positives et significatives de cours ne sont observées que pour les sous-échantillons « règlement mensuel » (0,52% à la date + 1) et « Premier quintile » (1,54% à la date 0).

Sur la période qui précède l'annonce, [- 10, - 3], des variations négatives et significatives de cours ne sont observées que pour le « Premier quintile », indiquant une sous-évaluation avant l'annonce.

Donc, les hypothèses de signalisation et de sous-évaluation ne sont simultanément vérifiées que pour le sous-échantillon « premier quintile » des plus faibles capitalisations.

Il se pourrait, comme l'ont relevé Ikenberry et al (1995) que l'impact informationnel d'un événement ne soit pas complètement révélée sur le court terme, or l'hypothèse de révélation à court terme est très souvent faite dans les études d'événement.

---

## BIBLIOGRAPHIE

---

- Bagwell L., Shoven B., 1989, « Cash Distributions to Shareholders », *Journal of Economic Perspectives*, vol 3 n° 3, summer 1989, 129-1401.
- Barclay M., Smith C., 1988, « Corporate Payout Policy : Cash Dividend Versus Open-Market Repurchases », *Journal of Financial Economics*, 22, 61-82.
- Barnes T., Burnie D., Gunay R., 1997, « NOTE SUR LES RACHATS VIA BOURSE AU Canada (1987-1995) », *Finéco*, vol 7 n°2, 2è semestre 1997.
- Barth M., Kasnik R., 1999, « Share Repurchases and Intangible Assets », *Journal of Accounting and Economics* 28 (1999), 211-241.
- Bartov E., Krinsky I., Lee J., 1998, « Evidence On How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock repurchases », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 11 n°1, spring 1998.
- Comment B., Jarrell G., 1991, « The relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases », *The Journal of Finance*, vol XLVI n° 4, 1243-1271.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., 1995, « Market underreaction to open market share repurchases », *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Jensen M., 1986, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review* 76, 323-329.
- Lie E., Lie H., 1999, « The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions : An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 34 n° 4, December, 533-552.
- McNally W., 1998, « Who Wins In Large Stock Buybacks – Those Who sell Or Those Who Hold ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 11 n° 1, Spring 1998, 78-88.
- Netter J., Mitchell M., 1989, « Stock-Repurchases Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash », *Financial Management*, Autumn 1989.
- Nohel T., Tarhan V., 1998, « Share Repurchases and Firm Performance : New Evidence On The Agency Costs of Free Cash-Flow », *Journal of Financial Economics*, 49 (1998), 187-222.
- Ofer A., Thakor A., 1987, « A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods : stock repurchases and Dividends », *The Journal of Finance*, vol XLII n° 2, June 1987.
- Tsetsekos G., 1993, « Valuation effects of Open Market Stock Repurchases for Financially Weak Firms », *Review of Financial Economics* 2, 2, 29-42.
- Vermaelen T., 1981, « Common Stock Repurchases and Market Signalling », *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183.

# TABLE DES MATIERES

|             |  |           |
|-------------|--|-----------|
| <b>I.</b>   | <b>REGIME JURIDIQUE .....</b>                    | <b>2</b>  |
| I.1.        | « LEGITIMITE » DES INTERVENTIONS.....            | 2         |
| I.1.1.      | Modes d'acquisition.....                         | 3         |
| <b>II.</b>  | <b>REVUE DE LA LITTERATURE.....</b>              | <b>4</b>  |
| <b>III.</b> | <b>DONNEES .....</b>                             | <b>7</b>  |
| III.1.      | ECHANTILLON DES SOCIETES .....                   | 7         |
| III.1.1.    | Répartition par marché .....                     | 8         |
| III.1.2.    | Répartition par indice.....                      | 8         |
| III.1.3.    | Répartition par quintile de capitalisation ..... | 8         |
| III.1.4.    | Répartition par secteur.....                     | 9         |
| III.1.5.    | Evolution par mois.....                          | 10        |
| III.1.6.    | Priorité des objectifs.....                      | 10        |
| III.2.      | LES BASES DE DONNEES BOURSIERES .....            | 11        |
| <b>IV.</b>  | <b>METHODOLOGIE.....</b>                         | <b>11</b> |
| IV.1.       | ETUDES D'EVENEMENTS .....                        | 11        |
| IV.1.1.     | Choix du modèle.....                             | 11        |
| IV.1.2.     | Choix des tests.....                             | 13        |
| <b>V.</b>   | <b>RESULTATS EMPIRIQUES .....</b>                | <b>13</b> |
| V.1.        | ETUDE GLOBALE .....                              | 14        |
| V.2.        | PAR MARCHE.....                                  | 17        |
| V.2.1.      | Règlement mensuel .....                          | 17        |
| V.2.2.      | Règlement comptant.....                          | 17        |
| V.2.3.      | Second marché .....                              | 18        |
| V.3.        | PAR QUINTILE DE CAPITALISATION.....              | 18        |
| V.3.1.      | Premier quintile de capitalisation.....          | 18        |
| V.3.2.      | Troisième quintile de capitalisation .....       | 19        |
| V.3.3.      | Cinquième quintile.....                          | 20        |
|             | <b>CONCLUSION.....</b>                           | <b>21</b> |