

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

**LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DES RACHATS
D' ACTIONS AU CANADA : 1999-2004**

**MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAITRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES**

**PAR
ANIS FODDHA**

AOÛT 2006

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je tiens d'abord à remercier sincèrement mon directeur de recherche, M. Maher Kooli, pour son encadrement professionnel et son dynamisme. Son approche scientifique ainsi que ses connaissances avancées en finance ont, certes, contribué à améliorer la qualité de ce mémoire. Je tiens également à remercier mes lecteurs, le directeur du programme ainsi que les professeurs qui m'ont enseigné tout au long du programme MBA recherche et qui m'ont permis d'avoir des connaissances plus approfondies au cours de mes études supérieures.

Sur le plan personnel, je tiens à remercier ma famille et mes proches pour leurs soutiens et leurs encouragements.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES.....	v
LISTE DES TABLEAUX.....	vi
LISTE DES ACRONYMES, ABRÉVIATIONS ET SYMBOLES.....	vii
RÉSUMÉ.....	viii
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE PREMIER : LES PROGRAMMES DE RACHATS D’ACTIONS.....	4
1.1 LES DIFFÉRENTS PROGRAMMES DE RACHATS D’ACTIONS	4
1.1.1 <i>Les programmes de rachats à prix fixe.....</i>	5
1.1.1.1 Les soumissions d’offres de rachats à prix fixe.....	5
1.1.1.2 Les offres de rachats dites «dutch auctions»	5
1.1.1.3 Les rachats privés.....	6
1.1.2 <i>Les programmes de rachats dans le cours normal des activités (RCNA).....</i>	6
1.2 LES TENDANCES RÉCENTES DES RACHATS D’ACTIONS.....	7
1.2.1 <i>Aperçu sur l’activité de rachats d’actions aux États-Unis.....</i>	7
1.2.2 <i>Aperçu sur l’activité de rachats d’actions en Europe.....</i>	10
1.2.3 <i>Aperçu sur l’activité de rachats d’actions au Canada.....</i>	12
1.3 LES ASPECTS REGLEMENTAIRES AUX OPÉRATIONS DE RACHATS D’ACTIONS	18
1.4 LES MOTIVATIONS POUR UNE ENTREPRISE DE RACHETER SES ACTIONS.....	18
1.4.1 <i>L’augmentation du bénéfice par action.....</i>	19
1.4.2 <i>Le signal par les flux monétaires excédentaires</i>	19
1.4.3 <i>La sous-évaluation des actions de l’entreprise.....</i>	21
1.4.4 <i>Asymétrie d’information et coûts d’agence associée aux flux monétaires discrétionnaires</i>	22
1.4.5 <i>L’allocation du marché des capitaux.....</i>	24
1.4.6 <i>Les rachats d’actions comme substitut aux dividendes.....</i>	25
1.4.7 <i>Les ajustements au niveau de la structure de capital.....</i>	26
1.5 EFFET DES RACHATS SUR LA LIQUIDITÉ DE L’ACTION	26
1.6 LES PLANS D’OPTIONS MANAGÉRIALES.....	28
1.7 LE TRAITEMENT FISCAL.....	28
1.8 LA FINANCE COMPORTEMENTALE	30
1.9 FLEXIBILITÉ ET TAUX DE RÉALISATION DES PROGRAMMES	30
CHAPITRE II : REVUE DE LITTÉRATURE	33
CHAPITRE III : DONNÉES ET MÉTHODES	46
3.1 DESCRIPTION DES DONNÉES.....	46
3.2 MÉTHODES.....	49

3.2.1	<i>L'approche en temps événementiel</i>	50
3.2.2	<i>L'approche en temps calendaire</i>	51
3.2.2.1	Le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993).....	51
3.2.2.2	Le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997).....	53
CHAPITRE IV : ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DES PROGRAMMES DE RACHATS D'ACTIONS		56
4.1	RÉSULTATS DE L'ANALYSE DE LA PERFORMANCE À COURT TERME	56
4.2	RÉSULTATS DE L'ANALYSE DE LA PERFORMANCE À LONG TERME	57
4.2.1	<i>Explication de la performance à long terme des rachats d'actions</i>	64
CONCLUSION		69
BIBLIOGRAPHIE		71

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Valeur marchande des annonces de rachats d'actions	9
Figure 2 : Évolution des ratios de distribution des flux résiduels, pour la période 1985-2003	17
Figure 3 : Évolution des rendements anormaux cumulés à court terme des entreprises canadiennes annonçant des rachats d'actions ordinaires	59

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1 : NOMBRE ET VALEUR DES ANNONCES DE RACHATS D' ACTIONS.....	8
TABLEAU 2 : DIVIDENDES VERSUS RACHATS D' ACTIONS.....	15
TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS.....	34
TABLEAU 4 : LES STATISTIQUES DES ANNONCES DE RACHATS D' ACTIONS ORDINAIRES POUR LA PÉRIODE 1999-2004.....	47
TABLEAU 5 : LES 10 ENTREPRISES CANADIENNES ANNONÇANT DES PROGRAMMES DE RACHATS LES PLUS IMPORTANTS AU COURS DE LA PÉRIODE 1999-2004.....	47
TABLEAU 6 : ENTREPRISES CANADIENNES ENREGISTRANT LES 10 PLUS GRANDES CAPITALISATIONS BOURSIÈRES ENTRE 1999-2004.....	48
TABLEAU 7 : VOLUME DE RACHATS PAR INDUSTRIE ENTRE 1999-2004.....	49
TABLEAU 8 : PERFORMANCE ANORMALE À COURT TERME.....	57
TABLEAU 9 : PERFORMANCE ANORMALE À LONG TERME.....	60
TABLEAU 10 : RÉGRESSION DES RENDEMENTS DES TITRES PAR LE MODÈLE DE FAMA ET FRENCH (1993).....	63
TABLEAU 11 : RÉGRESSION DES RENDEMENTS DES TITRES PAR LE MODÈLE DE CARHART (1997).....	67
TABLEAU 12 : PERFORMANCE À LONG TERME SELON LES FACTEURS.....	68

LISTE DES ACRONYMES, ABRÉVIATIONS ET SYMBOLES

B^{ce}	Bénéfice
BHAR	Buy and Hold abnormal return
CAPM	Modèle d'équilibre des actifs financiers
CB	Capitalisation boursière
Div	Dividende
<i>HML</i>	High Minus Low
<i>Mom</i>	Momentum
RA	Rendement anormal
RAC	Rendement anormal cumulé
RCNA	Rachat dans le cours normal des activités
SDC	Securities Data Corporation
SEC	Securities and Exchange Commission
<i>SMB</i>	Small Minus Big
TSX	Toronto Stock Exchange
VAN	Valeur Actuelle Nette
VC/ VM	Valeur comptable sur valeur marchande

RÉSUMÉ

L'objectif de cette étude est d'examiner le marché des rachats d'actions au Canada et d'évaluer la performance à court et à long terme suite à l'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires par les entreprises canadiennes pour la période de janvier 1999 à décembre 2004. Notre analyse des programmes de rachats d'actions versus la distribution des dividendes, révèle que l'activité des rachats d'actions au Canada a connu une profonde transformation durant les 19 dernières années.

Dans un deuxième volet, nous estimons la performance anormale en utilisant deux approches : une approche en temps événementiel et une approche en temps calendaire.

Premièrement, on estime la performance anormale des titres en utilisant la méthode des rendements anormaux cumulés (approche en temps événementiel). Nous constatons que la performance anormale est de 0,89% et statistiquement significative au niveau de 5% sur une période de (0; 2) jours suivant la date d'annonce. Autrement dit, le marché boursier canadien réagit positivement sur une courte période suite à l'annonce des rachats d'actions ordinaires.

Deuxièmement, nous analysons la performance des rachats d'actions à moyen et long terme en utilisant les rendements anormaux cumulés, le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et le modèle de Carhart (1997) (approche en temps calendaire). Nous constatons un rendement anormal positif jusqu'à la troisième année de l'annonce.

Par ailleurs, notre analyse par facteurs, montre que la contre-performance des rachats d'actions touche essentiellement les entreprises de croissance et celles des industries du commerce de détail et des services.

MOTS CLÉS : Rachats d'actions, Performance anormale, Approche calendaire, Approche événementielle.

INTRODUCTION

À la fin des années 80, l'activité des rachats d'actions a connu une évolution considérable par rapport à la politique de distribution des dividendes. Ce phénomène s'est accentué durant les années suivantes. Il ne s'est pas limité qu'aux États-Unis et il a touché le Canada, ainsi que plusieurs autres pays d'Europe, (Grande-Bretagne, Allemagne, France etc.). Grullon et Michaely (2002) rapportent que durant les 20 dernières années, les rachats d'actions aux États-Unis, se sont hissés à un niveau supérieur à celui des dividendes. La Porta et al (2000) constatent que le Canada a le taux de paiement de dividendes le plus faible.

L'examen de la littérature financière qui a traité ce sujet au cours de ces dernières années nous a permis de constater, que de nombreux débats ont porté sur l'importance à accorder à la politique des rachats d'actions et à son impact sur la valeur marchande de l'entreprise.

Comme la politique de distribution des dividendes, la politique des rachats d'actions constitue à son tour un moyen de rémunération des actionnaires. Elle est assimilée à un instrument de signalisation et de résolution des problèmes de conflits entre actionnaires et managers d'une part, et entre actionnaires et créanciers d'autre part.

Dans ce contexte, il est pertinent de réexaminer les déterminants sur la base desquels l'entreprise formule sa politique des rachats d'actions. Ces déterminants permettent de mettre en évidence la logique comportementale en matière d'annonces des rachats d'actions. Toujours est-il que cette pratique suppose que les annonces des rachats d'actions ont un contenu informatif puisqu'ils constituent une source informationnelle non négligeable sur le marché financier et peuvent communiquer des informations privées concernant la valeur de l'entreprise.

Parmi les récentes études qui se sont intéressées au marché canadien, on peut citer celle d'Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000). Ces derniers examinent les annonces des rachats d'actions des entreprises canadiennes listées dans le TSX durant la période 1989-1995. Ils utilisent un échantillon composé de 1060 annonces de programmes de rachats d'actions dont ils estiment la performance anormale à long terme en utilisant l'approche en temps calendaire. Pour calculer les rendements anormaux, ils utilisent le modèle d'équilibre des actifs financiers (ou CAPM) et le modèle à trois facteurs, celui de Fama et French (1993). Leurs résultats convergent avec les études antérieures réalisées sur le marché américain. Ils constatent que : la performance anormale mensuelle était plus faible que 1%, les dépenses actuelles dans les rachats d'actions sont inversement reliées aux mouvements du marché et les entreprises rachètent leurs propres actions lorsqu'elles sont sous-évaluées par le marché. Ils notent que le marché boursier sous-estime l'information contenue dans les annonces des rachats d'actions.

L'objectif de ce mémoire, est d'examiner le marché des rachats d'actions au Canada et d'évaluer la performance anormale à court et à long terme suite à l'annonce des rachats d'actions ordinaires par les entreprises canadiennes pour la période de janvier 1999 à décembre 2004 en utilisant deux approches : une approche en temps événementiel et une approche en temps calendaire. Ces approches seront estimées par les rendements anormaux cumulés (ou *RAC*) et le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997). Nous tentons également de donner une explication possible au comportement des rachats d'actions au Canada.

En calculant la performance anormale des titres par la méthode des rendements anormaux cumulés (approche en temps événementiel) sur un horizon temporel de (0; 2) jours, nous constatons un rendement anormal de 0,89% statistiquement significatif au niveau de 5% (statistique- $t = 2,79$). Cela nous permet de dire que le marché boursier canadien réagit positivement sur une courte période suite à l'annonce des rachats d'actions ordinaires. En estimant la performance anormale avec la même approche sur un horizon temporel de 36 mois, nous constatons un rendement anormal de 0,37% non statistiquement significatif. Par ailleurs, en calculant la performance anormale sur trois ans avec le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) (approche en temps calendaire), nous constatons une performance anormale de 1,78% statistiquement

significative au niveau de 1% (statistique- $t = 5,98$). Cela nous permet de dire que l'approche en temps calendaire nous permet d'obtenir des tests statistiques plus puissants. L'analyse par facteurs, montre que la contre-performance des rachats d'actions touche essentiellement les entreprises de croissance et celles des industries du commerce de détail et des services.

Ce mémoire se divise en quatre parties distinctes. D'abord, le premier chapitre décrit les différents types des rachats d'actions, il présente un aperçu sur l'activité des rachats d'actions aux États-Unis, en Europe et au Canada. Il précise les aspects réglementaires ainsi que les motivations derrière les opérations des rachats. Il mentionne les effets des rachats sur la liquidité de l'action, les plans d'option managériale, la finance comportementale ainsi que la flexibilité et le taux de réalisation des programmes. Ensuite, le deuxième chapitre concerne une revue de littérature des études antérieures qui ont examiné la performance financière des rachats d'actions. Le troisième chapitre présente une description des données et la méthodologie employée pour évaluer la performance et le quatrième chapitre présente les résultats obtenus ainsi que l'analyse de la performance financière des rachats d'actions suivie de la conclusion.

CHAPITRE PREMIER

LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS

Les programmes de rachats d'actions ont été introduits sur le marché américain depuis très longtemps. Toutefois, ce n'est que durant les années 80 que les entreprises américaines commençaient à s'intéresser à ces activités de rachats d'actions. Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) rapportent qu'au cours des années 80, les annonces des programmes de rachats d'actions rapportaient un montant de l'ordre de 25 milliards de dollars annuellement. Ils rapportent aussi que 4000 programmes de rachats d'actions ont été annoncés durant la période allant de 1996 à 1998. Ceci représente un montant de 550 milliards de dollars. Selon les mêmes auteurs, 375 programmes de rachats d'actions ont été annoncés durant les six premiers mois de l'an 2000 ce qui totalise 85 milliards de dollars.

Afin de comprendre le choix des entreprises pour les différents types de programmes de rachats d'actions, il est intéressant de présenter les caractéristiques et les spécificités, ainsi que l'aspect réglementaire entourant chacun de ces programmes. Nous présenterons dans ce qui suit les différents programmes de rachats d'actions.

1.1 Les différents programmes de rachats d'actions

On distingue deux formes de rachats d'actions que l'entreprise peut utiliser lorsqu'il s'agit de racheter une partie de l'avoir de ses actionnaires : une première forme où les transactions s'effectuent à un prix fixe, tel que les soumissions d'offres de rachats, les offres de rachats avec enchère à la hollandaise dites «dutch auctions» et les rachats privés.

Une deuxième forme de rachats où les transactions s'effectuent à un prix qui prévaut sur le marché. Cette méthode s'appelle le rachat dans le cours normal des activités (RCNA).

1.1.1 Les programmes de rachats à prix fixe

Les programmes de rachats à prix fixe, semblent être un moyen efficace qui permet aux entreprises de changer leur structure de capital rapidement. Grâce à ce genre de programmes, les entreprises arrivent à retirer un bloc important d'actions dans une période de temps relativement courte. En raison de leur taille importante et de leur vitesse d'exécution considérable, ces programmes constituent un moyen efficace pour signaler la profitabilité future de l'entreprise ainsi que sa sous-évaluation. Nous allons présenter dans ce qui suit, une description des différents types de programmes de rachats d'actions à prix fixe.

1.1.1.1 Les soumissions d'offres de rachats à prix fixe

Dans une soumission d'offre de rachats à prix fixe, les gestionnaires doivent fixer d'avance le prix auquel ils vont racheter les actions, le nombre d'actions qu'ils entendent racheter ainsi que l'intervalle de temps nécessaire à la soumission. Si le nombre d'actions présenté à la soumission est supérieur au nombre que les gestionnaires proposaient initialement de racheter, deux cas sont possibles : ils peuvent avoir l'option de racheter la totalité des actions proposées, ou bien ils rachètent les actions au prorata du nombre d'actions présentées par chacun des soumissionnaires.

1.1.1.2 Les offres de rachats dites «dutch auctions»

À l'opposé des soumissions d'offres de rachats à prix fixe, où les gestionnaires fixent un prix et l'affichent dès le début de la soumission, dans les offres de rachats dites «dutch auctions», les gestionnaires sollicitent l'information auprès de leurs actionnaires qui désirent vendre leurs propres actions. Ceci permettra de fixer un prix de rachats qui ne sera révélé qu'à la fin de la soumission.

Le processus de fixation du prix de rachats commence lorsque les gestionnaires annoncent un intervalle de prix, dans lequel ils accepteront les offres de leurs actionnaires. Les actionnaires qui désirent participer à cet appel d'offres doivent transmettre aux gestionnaires le prix ainsi que le nombre d'actions qu'ils seront prêts à céder. À la fin de la période de l'offre, les gestionnaires collectent toutes les offres individuelles et les

classent par ordre croissant de prix. Ce prix de rachats est fixé en additionnant le nombre d'actions offertes et ne s'arrêtant que lorsque le nombre cumulé des actions atteint la taille du programme de rachats. Seuls les actionnaires qui ont fixé des prix de vente inférieurs à ce prix seront inclus dans le programme de rachats d'actions, et recevront le même prix par action.

1.1.1.3 Les rachats privés

Dans le cas des rachats privés, les entreprises négocient le prix des actions qu'elles désirent racheter directement avec l'actionnaire. L'objectif des rachats privés est d'augmenter le contrôle de l'entreprise ou d'éliminer un actionnaire. Notons toutefois que cette méthode est moins répandue que les autres programmes de rachats d'actions.

1.1.2 Les programmes de rachats dans le cours normal des activités (RCNA)

Contrairement aux programmes de rachats à prix fixe, les programmes de rachats dans le cours normal des activités, permettent aux entreprises de racheter leurs actions à travers un courtier dans le marché ouvert. Les limites d'actions à racheter ne doivent pas dépasser 5% des titres émis et en circulation d'une catégorie ou 10% du "public float"¹ au cours d'une période de douze mois, et cela, au prix qui prévaut au moment du rachat.

Ce genre de programmes n'engage pas l'entreprise à racheter des actions, mais il lui permet une certaine flexibilité. Cette dernière, donne aux gestionnaires la liberté de prolonger l'échéance de leurs programmes de rachats et de choisir le nombre d'actions à racheter et le moment opportun des rachats. Autrement dit, il permet aux gestionnaires la possibilité d'attendre une certaine baisse du prix de l'action pour actionner leur processus de rachats.

¹ "Public float" représente les titres en circulation moins les titres détenus par les gestionnaires de l'entreprise et les blocs d'intérêts.

1.2 Les tendances récentes des rachats d'actions

L'activité de rachats d'actions a évolué d'une manière considérable durant les 20 dernières années. Cette évolution, ne s'est pas limitée qu'aux États-Unis, mais elle a touché également plusieurs autres pays comme le Canada, l'Angleterre et la France. Un aperçu sur l'activité de rachats d'actions aux États-Unis, en Europe et au Canada sera présenté dans ce qui suit.

1.2.1 Aperçu sur l'activité de rachats d'actions aux États-Unis

Le tableau 1, indique par année le nombre d'annonces, de même que la valeur totale en dollars des trois mécanismes de rachats aux États-Unis pour la période allant de 1980 à 1999. En raison du nombre élevé d'annonces après le crash de 1987, ce tableau n'inclut pas les annonces de programmes de rachats dans le cours normal des activités faites au cours du dernier trimestre de 1987.

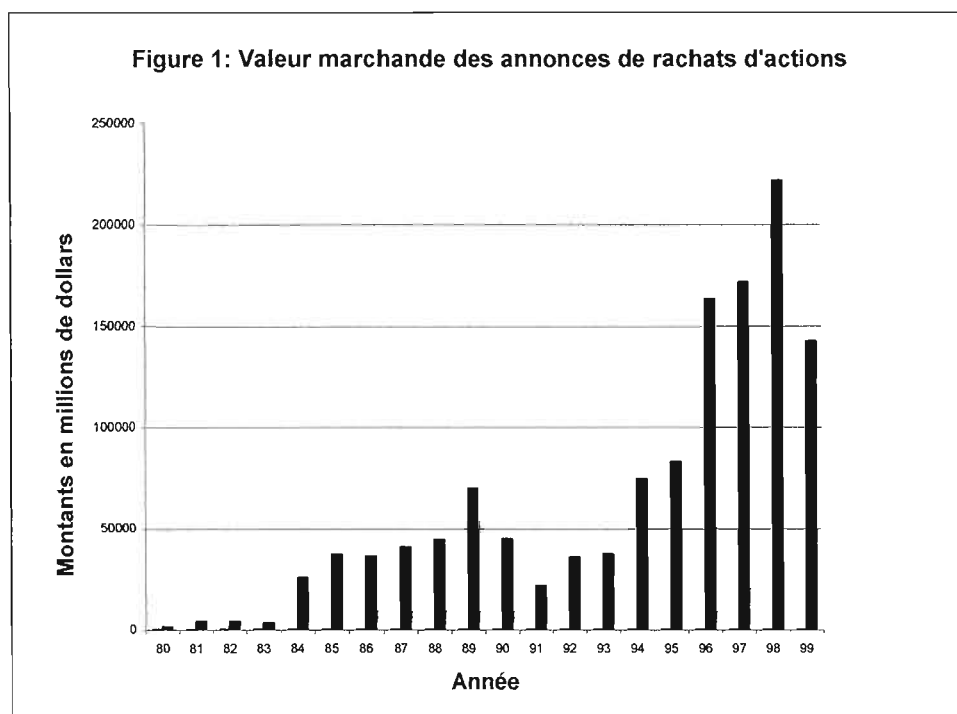
La Figure 1, présente la valeur marchande des annonces de programmes de rachats d'actions pour les trois types de rachats aux États-Unis et pour la période 1980-1990.

D'après le tableau 1, on remarque que 10 364 cas de programmes de rachats d'actions dans le cours normal des activités ont été annoncés aux États-Unis, au cours de la période 1980-1999, contre 749 cas de soumissions d'offres de rachat à prix fixe pour la même période. Les offres de rachat dites «dutch auctions» totalisent 205 cas seulement.

TABLEAU 1 : NOMBRE ET VALEUR DES ANNONCES DE RACHATS D' ACTIONS

Année	Offres de rachats dites «dutch auctions»		Soumissions d'offre de rachats à prix fixe		Rachats dans le cours normal des activités	
	Nombre	Montants en millions de dollars	Nombre	Montants en millions de dollars	Nombre	Montants en millions de dollars
1980	—	—	1	5	86	1,429
1981	—	—	44	1,329	95	3,013
1982	—	—	40	1,164	129	3,112
1983	—	—	40	1,352	53	2,278
1984	1	9	67	10,517	236	14,910
1985	6	1,123	36	13,352	159	22,786
1986	11	2,332	20	5,492	219	28,417
1987	9	1,502	42	4,764	132	34,787
1988	21	7,695	32	3,826	276	33,150
1989	22	5,044	49	1,939	499	62,873
1990	10	1,933	41	3,463	778	39,733
1991	4	739	51	4,715	282	16,139
1992	7	1,638	37	1,488	447	32,635
1993	5	1,291	51	1,094	461	35,000
1994	10	925	52	2,796	824	71,036
1995	8	969	40	542	851	81,591
1996	22	2,774	37	2,562	1,111	157,917
1997	30	5,442	35	2,552	967	163,688
1998	20	2,640	13	4,364	1,537	215,012
1999	19	3,817	21	1,790	2,212	137,015
Total	205	39,873	749	69,106	10,364	1,156,521

Source: Grullon et Ikenberry (2000), « What do we know about stock repurchases? » *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, p. 31-48.



Source: Grullon et Ikenberry (2000), « What do we know about stock repurchases? » *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, p. 31-48.

Ces résultats montrent aussi qu'au cours de ces 20 dernières années, les programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert représentent à peu près 91% de la valeur totale de toutes les annonces de rachats d'actions. Durant les cinq dernières années de la période échantillonnée, le pourcentage des rachats d'actions dans le marché ouvert par rapport aux autres types de rachats a augmenté davantage, passant de 95% en 1997 à 98% en 1998. Une seconde tendance de croissance brusque a touché l'activité de rachats d'actions dans les milieux des années 80. Cette croissance est due à la hausse des programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert.

L'augmentation de l'activité de rachats d'actions dans le marché ouvert, a été suivie par une autre vague de croissance dans le milieu des années 90. Depuis 1996, les annonces de rachats dans le marché ouvert demeurent bien au-dessus des 100 milliards de dollars. D'après ces résultats, on peut dire que, les programmes de rachats dans le marché ouvert, représentent le mécanisme dominant à travers lequel, les entreprises américaines rachètent leurs propres actions.

En somme, l'activité de rachats d'actions a connu des transformations profondes dans les 15 dernières années. Avant le milieu des années 80, les rachats d'actions aux États-Unis étaient relativement inconnus.

L'augmentation des rachats d'actions peut être résumée d'une meilleure façon en regardant le changement du ratio (Rachats d'actions / Bénéfices). Tel que rapporté par Grullon et Michaely (2002), les dépenses corporatives totales dans les programmes de rachats d'actions durant la période 1972-1983, totalisaient moins que 4,5% des bénéfices totaux. Durant la période 1984-1998, ce même ratio a dépassé les 25%.

Tout d'abord, nous pouvons dire que plusieurs facteurs ont contribué à cette évolution. Le changement au niveau de la réglementation, en était un facteur important. Avant 1982, la réglementation rattachée aux programmes de rachats était plutôt ambiguë et mal structurée. Ce n'est qu'à la fin de 1982 que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a adopté la règle 10b-18 qui a amené une certaine structure légale mais pas statutaire, réduisant les problèmes de litiges et protégeant le processus de rachats d'actions de certaines manipulations de prix. Au-delà de l'aspect réglementaire, deux autres facteurs affectent l'activité de rachats d'actions, à savoir : le niveau des prix du marché et les conditions économiques sous-jacentes. Plusieurs études, telles que celles d'Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) et (2000) suggèrent que les dépenses actuelles dans les rachats d'actions soient inversement reliées avec les mouvements du marché. C'est-à-dire que, quand les prix des actions chutent, les annonces de rachats augmentent. À titre d'exemple, même si cette information est exclue du tableau 1, plusieurs centaines d'entreprises ont annoncé des programmes de rachats d'actions dans les semaines qui ont suivi le crash de 1987.

1.2.2 Aperçu sur l'activité de rachats d'actions en Europe

Historiquement, les rachats d'actions ne représentaient pas une activité importante dans le continent Européen. Rau et Vermaelen (2002) examinent les activités de rachats d'actions en Europe. Ces derniers constatent qu'entre 1980 et 1998, la *Securities Data Corporation* (SDC) rapporte que durant cette période, seulement 489 rachats d'actions ont été annoncés par les entreprises européennes. À peu près, 60% de ces annonces ont été effectuées par des entreprises établies en Angleterre.

Plusieurs raisons pourraient expliquer pourquoi l'activité de rachats d'actions ne reçoit pas l'intérêt des pays européens. Dans certains pays comme la France et l'Allemagne, l'activité de rachats était illégale jusqu'à récemment. À titre d'exemple, en France, les programmes de rachats d'actions se sont multipliés depuis le vote de la loi du 2 juillet 1998, simplifiant la mise en œuvre des programmes de rachats d'actions sur le marché. Dans d'autres pays comme les Pays-Bas, les taux d'imposition sur les dividendes sont élevés et les gains en capitaux sont faibles. Ceci décourage les sociétés à utiliser les rachats d'actions. Dans certains autres pays, les entreprises n'annoncent pas les programmes de rachats d'actions, ils les mentionnent seulement dans leur rapport annuel. Par ailleurs l'activité de rachats d'actions ne fait pas partie de la culture des entreprises du continent Européen où la plupart des gestionnaires cherchent la croissance de leurs entreprises au lieu de maximiser la richesse de leurs actionnaires.

Dreeper et Romon (2003) soulignent les principales différences légales entre la France, l'Angleterre et les États-Unis en ce qui a trait aux opérations de rachats d'actions. Ils annoncent qu'en France, il existe cinq finalités dans les programmes de rachats d'actions : la régularisation du cours boursier, la remise d'actions aux salariés, la remise d'actions dans le cadre d'opérations financières, l'annulation des actions et leur conservation. Par contre aux États-Unis, la régularisation du cours boursier est plus délicate. En effet, du fait que les actions ne peuvent qu'être achetées, leurs reventes sur le marché sont impossibles et la remise d'actions dans le cadre d'opérations financières doit être autorisée par l'assemblée générale des actionnaires. Quant au Royaume-Uni, les actions rachetées sont systématiquement annulées.

Hamon (1997) présente dans sa recherche quelques réglementations liées aux opérations de rachats pour le Royaume-Uni ainsi que l'Allemagne. Il annonce que la réglementation britannique interdit l'utilisation des programmes de rachats d'actions, sauf dans le cas des réductions de capital et lorsque le plafond autorisé représente 5% du capital par an et 15% en cumulé. En ce qui a trait à la fiscalité, Hamon (1997) pense que tout rachat dont le prix est supérieur au prix de souscription constitue un revenu imposable comme les dividendes. Par contre, en Allemagne, l'opération de rachats d'actions est interdite pour la régularisation des cours. Les entreprises allemandes, utilisent les opérations de rachats pour la remise d'actions aux salariés, pour éviter tout dommage grave et imminent, ou pour proposer les actions d'une entreprise filiale.

Le rachat d'actions ne peut être fait que dans la limite de 10% du capital, et il est sans limites si le motif est la réduction du capital.

La réglementation et les motivations qui sont à l'origine des opérations de rachats d'actions que se soit en France, en Allemagne, en Angleterre ou dans les autres pays d'Europe, sont très différentes de ceux que l'on observe aux États-Unis et au Canada. Face à cette diversité des règles d'utilisation des programmes de rachats selon ces pays, nous devons être prudents quant à l'approche utilisée pour comparer cette pratique.

1.2.3 Aperçu sur l'activité de rachats d'actions au Canada

Auparavant, les opérations de rachats ne représentaient pas une activité importante pour les entreprises canadiennes. Ce n'est que vers la fin des années 80 que l'activité de rachats d'actions a pris de l'ampleur. Le Canada reste tout de même, le seul pays outre que les États-Unis où l'on peut trouver un échantillon raisonnable et représentatif, permettant d'analyser l'activité de rachats d'actions. Généralement, les opérations de rachats d'actions sont traitées dans le marché ouvert. L'environnement réglementaire relatif aux opérations de rachats dans le marché ouvert canadien, diffère de celui des États-Unis. La réglementation canadienne oblige les entreprises à présenter un état de leurs activités transactionnelles relatives aux rachats d'actions sur une base mensuelle, ce qui donne un aspect transparent aux opérations de rachats et aide à promouvoir cette activité dans le temps. Par ailleurs, le marché canadien est composé d'un grand nombre d'entreprises qui ne paient pas de dividendes. La Porta et al (2000) dans une étude faite sur 33 pays, constatent, que le Canada a le taux de paiement des dividendes le plus faible, soit 19,78%. Il devance celles des Philippines avec 10,47%, le Danemark avec 17,27%, l'Espagne avec 18,33% et la Corée du Sud avec 18,49%.

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) réalisent une étude sur un échantillon de 1060 programmes de rachats d'actions dans le cours normal des activités durant la période allant de 1989 à 1997. Ils constatent, que le taux d'achèvement des programmes de rachats d'actions était plutôt faible au Canada 28,6% et que le marché boursier canadien sous-estime l'information contenue dans les annonces de rachats.

Pour avoir une idée précise du marché canadien, nous proposons dans ce qui suit une analyse profonde de la politique de distribution pour la période 1985-2003. Pour les fins de l'analyse, nous retenons les variables suivantes tirées de la base de données "compustat":

- Bénéfices (B^{ce}): défini comme étant le total des bénéfices avant éléments extraordinaires (code compustat # 18).
- Capitalisation boursière (CB): défini comme étant la valeur marchande des actions ordinaires à la fin de l'année (code compustat # 24) multiplié par le nombre d'actions ordinaires (code compustat # 25).
- Dividendes (Div): défini comme étant le montant total des dividendes distribués par l'entreprise durant l'année (code compustat # 21).
- Rachats: défini comme étant le total en dollars canadiens des rachats d'actions ordinaires et privilégiés (code compustat # 115), moins une réduction de la valeur nette des actions privilégiées en circulation (valeur de rachat, code compustat # 56). Notre mesure est similaire à celle de Grullon et Michaely (2002).

L'échantillon retenu est composé de 4472 observations.

Le tableau 3, donne un aperçu sur les différentes variables déjà décrites et une comparaison entre les montants totaux en dollars canadiens, les dividendes et les programmes de rachats d'actions ordinaires déclarés par les entreprises canadiennes non financières.

D'abord, nous constatons que durant la moitié des années 80, le montant total des rachats d'actions ordinaires des entreprises canadiennes représente un pourcentage faible par rapport aux montants des dividendes déclarés par les entreprises canadiennes. Entre 1985 et 1987, les rachats d'actions ordinaires ne représentent que 34,10% du montant total des dividendes déclarés. Ce n'est que depuis 1988, que les programmes de rachats d'actions ordinaires ont commencé à augmenter d'une manière considérable. En 1989, les programmes de rachats d'actions ordinaires ont atteint 23% des bénéfices. Ceci représente un montant de 1,596.14 millions de dollars canadiens. Au début des années 90, les programmes de rachats d'actions ordinaires ont commencé à diminuer pour atteindre en 1993 un montant de 245.52 millions de dollars canadiens, représentant 6,76% des bénéfices totaux. L'étude réalisée par Grullon et Michaely (2002) sur le marché américain révèle, que ce même ratio, n'a pas dépassé les 4,5% des bénéfices totaux durant la période 1972-1983 et qu'il a atteint des niveaux supérieurs à 25% durant la période 1984-1998.

Au milieu des années 90, l'activité de rachats d'actions ordinaires a diminué, elle a atteint 21,45% des bénéfices en 1998 et 21,20% en 2000. Par contre, elle n'a représenté que 41,33% des distributions en dividendes et rachats d'actions en 1998 et 33,11% en 2000. Entre 1985 et 1994, les montants dépensés dans les programmes de rachats d'actions ordinaires représentaient 53,52% des montants de dividendes déclarés par les entreprises canadiennes. Ce même pourcentage, représente 99,61% entre 1995 et 2003. Nous pouvons ainsi conclure que l'activité de rachats d'actions ordinaires au Canada, a connu une profonde transformation durant les 19 dernières années.

TABLEAU 2 : DIVIDENDES VERSUS RACHATS D' ACTIONS

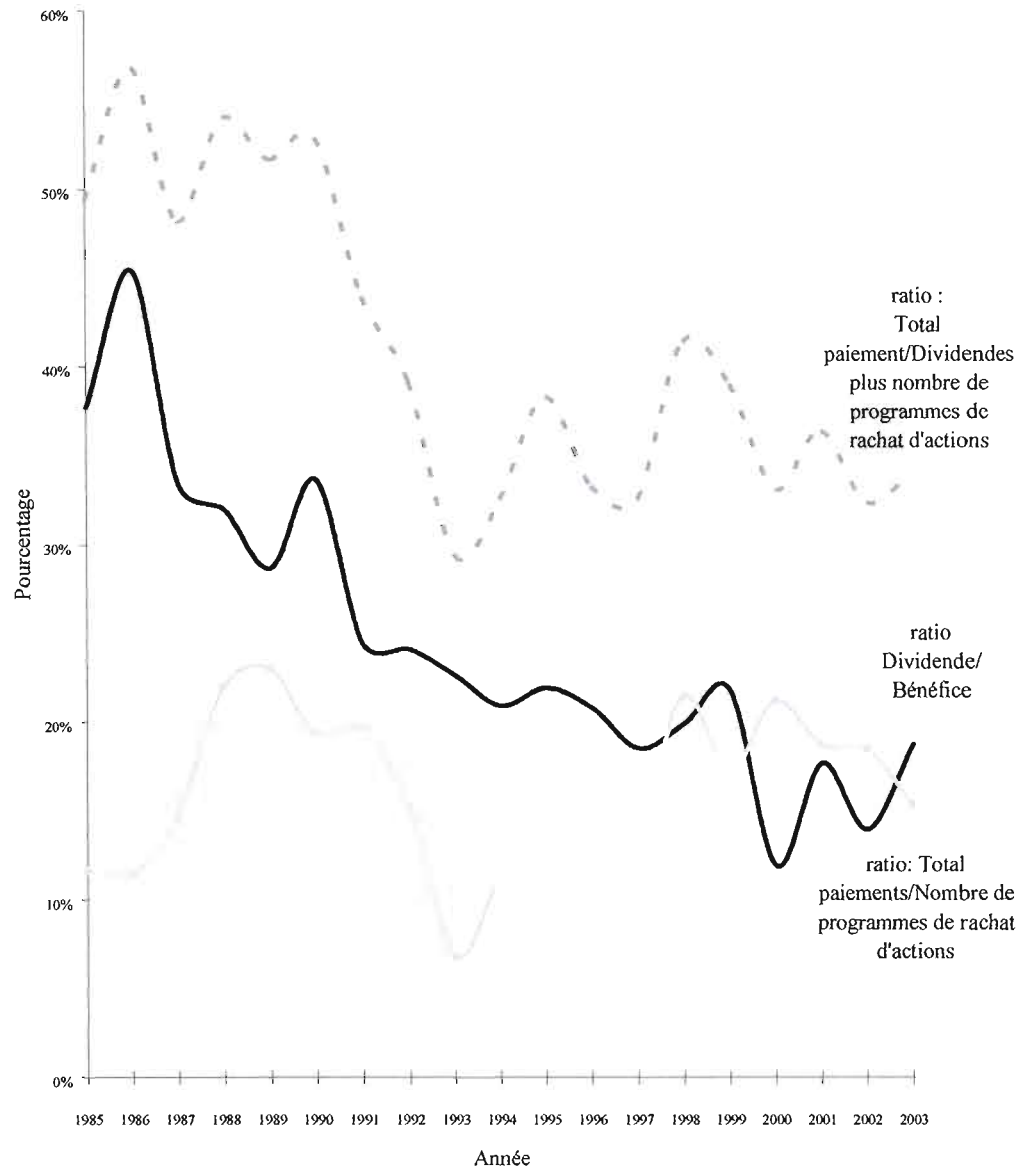
Voici un aperçu comparatif des montants déclarés par toutes les entreprises canadiennes non-financières existantes dans la base de données "Compustat" durant la période 1985 - 2003, nous retenons les entreprises ayant les variables suivantes : rachats d'actions, dividendes, bénéfices et capitalisation boursière. Bénéfices (B^{ce}), définis comme étant le total des bénéfices avant éléments extraordinaires (code compustat # 18). Capitalisation boursière (CB), définie comme étant la valeur marchande des actions ordinaires à la fin de l'année (code compustat # 24) multipliée par le nombre d'actions ordinaires (code compustat # 25). Dividendes (Div), défini comme étant le montant total des dividendes déclarés par l'entreprise durant l'année (code compustat # 21). Rachats, défini comme étant le total en dollars canadiens des programmes de rachats d'actions ordinaires et privilégiés (code compustat # 115), moins une réduction relative à la valeur du prix de remboursement (code compustat # 56) net du nombre d'actions privilégiées en circulation. L'échantillon retenu est composé de 4472 observations. $\sum_t B^{ce}$, $\sum_t Div$, $\sum_t Rach$, exprimés en millions de dollars canadiens.

Année	$\sum_t B^{ce}$	$\sum_t Div$	$\sum_t Rachats$	% des distributions en dividendes	% des versements en rachat	$(\sum_t Div + \sum_t Rachats) / \sum_t CB$	$\sum_t Div / \sum_t CB$	$\sum_t Rachats / \sum_t CB$	$\sum_t Rachats / \sum_t Div$
1985	3 692.15	1 391.45	429.01	37.69%	11.62%	4.93%	3.77%	1.16%	30.83%
1986	3 486.26	1 581.68	399.33	45.37%	11.45%	4.55%	3.63%	0.92%	25.25%
1987	5 444.04	1 816.82	805.35	33.37%	14.79%	5.10%	3.53%	1.57%	44.33%
1988	6 896.35	2 204.33	1 517.21	31.96%	22.00%	5.24%	3.10%	2.14%	68.83%
1989	6 938.34	1 987.34	1 596.14	28.64%	23.00%	4.09%	2.27%	1.82%	80.32%
1990	5 138.36	1 727.71	989.26	33.62%	19.25%	3.74%	2.38%	1.36%	57.26%
1991	2 192.17	534.67	428.71	24.39%	19.56%	2.31%	1.28%	1.03%	80.18%
1992	3 440.49	828.39	518.75	24.08%	15.08%	2.14%	1.31%	0.82%	62.62%
1993	3 630.32	820.83	245.52	22.61%	6.76%	1.19%	0.92%	0.27%	29.91%
1994	10 148.37	2 121.82	1 180.56	20.91%	11.63%	2.16%	1.39%	0.77%	55.64%
1995	13 214.04	2 895.26	2 162.01	21.91%	16.36%	2.57%	1.47%	1.10%	74.67%
1996	12 477.9	2 594.54	1 563.27	20.79%	12.53%	1.85%	1.16%	0.70%	60.25%
1997	12 565.74	2 323.32	1 766.21	18.49%	14.06%	1.97%	1.12%	0.85%	76.02%
1998	19 937.52	3 962.82	4 275.61	19.88%	21.45%	3.31%	1.59%	1.72%	107.89%
1999	22 353.26	4 868.06	3 857.31	21.78%	17.26%	2.40%	1.34%	1.06%	79.24%
2000	25 711.20	3 061.04	5 450.02	11.91%	21.20%	2.70%	0.97%	1.73%	178.04%
2001	18 473.33	3 260.61	3 453.56	17.65%	18.69%	2.38%	1.16%	1.23%	105.92%
2002	33 180.92	4 620.14	6 123.66	13.92%	18.46%	2.52%	1.08%	1.43%	132.54%
2003	21 672	4 051.27	3 318.05	18.69%	15.31%	2.16%	1.19%	0.97%	81.90%

La figure 2 présentée ci-dessous, donne un aperçu comparatif entre le ratio de distribution des dividendes, le ratio des rachats d'actions et des dividendes plus rachats. Cette figure montre que le pourcentage de distribution des dividendes a diminué de 45,37 % (en 1986) à 13,92 % (en 2002). Le pourcentage moyen des rachats d'actions ordinaires a atteint 18,46 % (en 2002).

De plus, nous constatons que l'activité de rachats d'actions ordinaires a dépassé la valeur des dividendes pour la première fois en 1998, puis au cours des années 2000, 2001 et 2002. Fama et French (2001) confirment ces observations sur le marché américain. Ils constatent qu'aux États-Unis, le pourcentage des entreprises qui paient des dividendes a diminué au cours de ces dernières années. En utilisant des données canadiennes, nous observons le même phénomène. Les activités de rachats d'actions ordinaires sont devenues également populaires au Canada durant la deuxième moitié des années 80 et surtout à la fin des années 90.

Figure 2: Évolution des ratios de distribution des flux résiduels, pour la période 1985-2003.



1.3 Les aspects réglementaires aux opérations de rachats d'actions

Le processus entourant l'événement de rachats d'actions, diffère d'un pays à l'autre, aussi bien sur le plan pratique que sur le plan de la réglementation. Le cadre réglementaire canadien devenu plus formel en 1987, stipule que les entreprises qui annoncent des programmes de rachats d'actions doivent recevoir l'autorisation auprès de la bourse de Toronto avant d'initier leurs programmes de rachats d'actions. Cette dernière, administre la manière dont les entreprises exécutent leurs programmes de rachats selon des normes très claires. Ainsi, les programmes de rachats d'actions ne doivent pas excéder plus de 5% des titres émis en circulation d'une catégorie ou de 10% du "public float" au cours d'une période de douze mois.

Par contre, aux États-Unis, les rachats d'actions dans le cours normal des activités, doivent être approuvés par le conseil d'administration. Aucune autre divulgation d'informations ou inscription formelle ne serait suivie. Il n'y a aucune autorisation qui doit être approuvée avant l'annonce d'un programme de rachats d'actions, ni même des limites quant à la taille ou la durée du programme. Stephen et Weisback (1998) observent que les entreprises prennent en moyenne trois ans pour compléter leurs programmes dans le cours normal des activités.

Lamba et Ramsay (2000) examinent les effets des changements de la réglementation sur les programmes de rachats d'actions sur un échantillon australien. Ces auteurs, constatent dans leur étude, la présence de rendements anormaux plus positifs et significatifs après la période de simplification du cadre réglementaire relatif aux programmes de rachats d'actions. Ils concluent, qu'un cadre réglementaire trop rigoureux, peut rendre les programmes de rachats d'actions moins efficaces.

1.4 Les motivations pour une entreprise de racheter ses actions

La politique de dividende représente depuis des décennies la principale source de rémunération des actionnaires. Les dirigeants soucieux de l'intérêt de leurs propres actionnaires, épuisent dans les profondes ressources de l'entreprise, afin de maximiser la richesse de ces derniers. Comme les dividendes ordinaires ou spéciaux, les rachats

d'actions représentent à leurs tours une autre manière de rémunération des propriétaires de l'entreprise.

Plusieurs raisons d'ordre stratégiques et opérationnelles peuvent motiver les gestionnaires à racheter leurs propres actions, au lieu de distribuer des dividendes. L'examen de la littérature financière abondante et essentiellement américaine consacrée à l'étude de rachats d'actions, révèle plusieurs motivations pour les programmes de rachats d'actions, que nous présentons dans ce qui suit.

1.4.1 L'augmentation du bénéfice par action

Dans plusieurs études réalisées par des gestionnaires, les rachats d'actions sont considérés comme un moyen d'augmenter le bénéfice par action. Les analystes prétendent que la hausse du bénéfice par action, représente l'objectif majeur, sinon le principal, derrière les programmes de rachats d'actions. Il est vrai que, le bénéfice par action croit en terme de pourcentage quand les bénéfices diminuent moins que le nombre d'actions en circulation. Et si on suppose que le marché fixe les prix des actions d'une manière mécanique en fonction des bénéfices par actions des différents types d'industries, alors les prix des actions augmenteront par le fait même.

1.4.2 Le signal par les flux monétaires excédentaires

Les flux monétaires excédentaires représentent la somme de toutes les valeurs actuelles nettes des projets réalisés. La théorie résiduelle ou "The residual theory" stipule que les entreprises doivent payer leurs flux monétaires résiduels à leurs propres actionnaires. Stephens et Weisbach (1998) constatent que les gestionnaires américains, annoncent des programmes de rachats d'actions dans un marché ouvert, lorsque les flux monétaires excédentaires espérés ou inattendus sont élevés. Dittmar (2000) observe que les entreprises américaines qui veulent contrôler leurs opportunités d'investissements et qui ont des bénéfices élevés choisissent de racheter leurs propres actions au lieu de distribuer des dividendes. Li et MacNally (1999) constatent que les entreprises canadiennes qui rachètent leurs propres actions, avaient plus d'actionnaires et plus de bénéfices que les entreprises qui ne procèdent pas aux rachats de leurs propres actions. Stephen et Weisbach (1998) constatent que les rachats d'actions sont utilisés pour payer des flux monétaires temporaires excédentaires, alors que les dividendes sont utilisés pour

payer des bénéfices permanents. Nohel et Tarhan (1998) constatent que les compagnies aux États-Unis qui ont un faible ratio Q de Tobin (le ratio Q de Tobin est le rapport entre la valeur marchande de l'entreprise et la valeur de remplacement de cette dernière) sont plus profitables après le rachat de leurs actions que les entreprises ayant un ratio Q de Tobin élevé. Les entreprises à faible ratio Q de Tobin sont caractérisées par la constance de leurs ventes et de leurs investissements.

Généralement, les gestionnaires ou acteurs internes de l'entreprise, sont toujours mieux informés sur la vraie valeur de l'entreprise que les actionnaires externes. Ces derniers ont seulement accès à l'information public. Ce privilège informationnel que détient ces acteurs internes, peut mener à des situations où ces derniers annoncent de bonnes nouvelles concernant la rentabilité future de leur entreprise, alors que le prix de leur action peut ne pas refléter ceci, et sera évalué en dessous de sa valeur intrinsèque. Dans un tel contexte, les investisseurs ne peuvent se fier à aucune des annonces puisqu'ils sont dans l'impossibilité de dissocier le vrai du faux et de savoir si l'entreprise est vraiment sous-évaluée ou surévaluée. Donc, afin de fournir un signal crédible et optimiste relatif aux bénéfices futurs, les gestionnaires doivent s'engager dans un programme annonçant des distributions de dividendes croissantes dans le temps pour leurs propres actionnaires. Les entreprises qui augmentent leur taux de distribution annoncent des cash flows futurs plus importants.

Bhattacharya (1979) montre que le dividende peut être utilisé comme un instrument permettant de réduire l'incertitude dans l'esprit des investisseurs averse au risque. En effet, les dirigeants de l'entreprise peuvent faire comprendre aux investisseurs que l'avenir de la société est meilleur et cela à travers l'information véhiculée par la stabilité ou la croissance du dividende.

Toutefois, si les gestionnaires s'engagent dans des dépenses d'argents aujourd'hui, c'est qu'ils prévoient que leur besoin en capital futur pourrait être financé par les augmentations espérées des bénéfices futurs. Grullon et Ikenberry (2000) contredisent l'hypothèse que les gestionnaires qui annoncent des programmes de rachats d'actions signalent de bonnes nouvelles à propos des bénéfices futurs. Dans son étude réalisée sur des programmes de rachats d'actions dans le cours normal des activités (RCNA) entre 1980 et 1994, il découvre que les bénéfices futurs et la rentabilité tendent à baisser suite à

des annonces de rachats d'actions. Il prétend que, le fait d'utiliser ses fonds propres pour financer ses programmes de rachats au lieu de la dette, a pour effet de réduire les actifs de l'entreprise ainsi que la base de ses capitaux. Jensen (1986) prétend que les gestionnaires qui utilisent les bénéfices dans le but d'accroître leur entreprise considèrent plus prestigieux de diriger une grande entreprise que de diriger une petite entreprise. Sauf que, cela peut les amener à entreprendre des projets d'investissement à VAN négatif, qui n'est pas dans l'intérêt de leurs propres actionnaires. Black (1976) précise que le problème du potentiel de surinvestissement, peut-être atténué par le paiement des dividendes.

1.4.3 La sous-évaluation des actions de l'entreprise

Selon l'hypothèse de sous-évaluation, les entreprises qui rachètent leurs propres actions sont celles qui sont faiblement valorisées par le marché. Ces dernières annoncent des programmes de rachats d'actions dans le but d'améliorer la performance boursière de leurs titres. Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) précisent qu'une entreprise rachète ses propres actions lorsqu'elles sont sous-évaluées par le marché. Pour cette raison, les gestionnaires des entreprises sous-évaluées, préfèrent racheter leurs propres actions au lieu de verser des dividendes ou ne rien verser. Cette théorie, a été confirmée par de nombreuses études telles que celles de Vermaelen (1981) et Comment et Jarrell (1991). Ces derniers constatent que les rachats d'actions provoquent des rendements anormaux positifs et significatifs. Lakonishok et Vermaelen (1990) et Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) analysent la performance à long terme pour des entreprises américaines pour la période qui suit les rachats d'actions. Ces auteurs montrent la présence de rendements anormaux positifs et significatifs et que ces rendements sont plus positifs et significatifs pour les entreprises ayant le plus élevé ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs". Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) ainsi que Dereeper et Romon (2003) confirment ces observations respectivement sur les marchés canadiens et français. Lasfer (2000) quant à lui, confirme ces observations pour l'Angleterre et pour le reste de l'Europe.

D'autres études ont détecté que le rendement anormal des titres varie selon la taille et le ratio "valeur comptable / la valeur marchande des actifs" (ou VC/VM). Parmi ces études, on cite celle d'Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) qui analyse la réaction du marché suite à l'annonce de programmes des rachats d'actions. Pour cela, lesdits

auteurs utilisent un échantillon de 1200 programmes de rachat dans le marché ouvert, annoncés par des entreprises américaines entre la période 1980 et 1990. Les résultats issus de cette étude révèlent que les entreprises dont le ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs" le plus élevé (entreprise de valeur), identifient la sous-évaluation comme un facteur de motivation principal derrière la décision des rachats d'actions. Par contre, les entreprises dont le ratio (valeur comptable / valeur marchande des actifs) le plus faible (entreprises de croissance), identifient la sous-évaluation comme un facteur de motivation moins dominant, ce qui veut dire que ces entreprises rachètent leurs propres actions pour des raisons autres que la sous-évaluation.

1.4.4 Asymétrie d'information et coûts d'agence associée aux flux monétaires discrétionnaires

La question majeure qui se pose est de savoir, quelles sont les motivations derrière l'utilisation des programmes de rachats d'actions en situation d'asymétrie d'informations. Bhattacharya (1979) ainsi que Miller et Rock (1985) constatent que l'asymétrie d'informations entre dirigeants et actionnaires externes a rendu nécessaire l'activité de signalisation par les dividendes. En effet, les dirigeants mieux informés cherchent à signaler aux acteurs externes leurs anticipations quant à l'avenir de la société dont ils sont responsables. De même, lesdits auteurs montrent que les dividendes constituent une source informationnelle non négligeable sur le marché financier et peuvent communiquer des informations privées concernant la valeur de l'entreprise. L'élément le plus important de leur théorie, est que l'entreprise doit payer les dividendes régulièrement. Comme pour les dividendes, le même raisonnement peut être appliqué pour les programmes de rachats d'actions.

En tant que mandataires des actionnaires, les gestionnaires doivent chercher à maximiser la richesse de leurs propres actionnaires, en prenant toujours des décisions qui augmentent la valeur de l'entreprise. Sauf que, cette vision ignore une des plus importantes conséquences de la séparation de la propriété et du contrôle dans la grande et moderne entreprise, une préoccupation, qui date aussi loin des années 1930 (Berle et Means, 1932).

Les gestionnaires préfèrent mieux garder les fonds excédentaires de l'entreprise pour les opportunités d'investissements qui se présenteront dans le futur, au lieu de les verser

comme rémunération pour leurs propres actionnaires. Au fur et à mesure que ces derniers perdent le contrôle, les gestionnaires obtiennent le pouvoir de primer leurs propres intérêts au-dessus de ceux des actionnaires. Ils pourront allouer des fonds de l'entreprise dans des projets non rentables. Ceci provoquera des surinvestissements faisant ainsi primer la croissance et la taille de l'entreprise au détriment de la rentabilité et de la valeur. Les coûts qui surgissent de ce conflit entre croissance et maximisation de la valeur sont connus en théorie financière, comme coûts d'agence associés aux flux monétaires discrétionnaires (Jensen et Meckling 1976).

Les entreprises qui présentent un risque de surinvestissement sont celles qui ont un excès de liquidité et qui n'ont pas des projets à VAN positive. Easterbrook (1984) et Jensen (1986) annoncent que pour les entreprises qui ont des capitaux en excès, la seule manière d'atténuer les problèmes potentiels associés aux flux monétaires discrétionnaires est de verser des montants plus élevés en dividendes à leurs propres actionnaires. Tout comme les dividendes, les programmes de rachats d'actions, représentent une manière efficace pour faire face à un tel problème. L'hypothèse des flux monétaires discrétionnaires suggère que les annonces de programmes de rachats d'actions devraient être perçues comme une bonne nouvelle, pour la simple raison qu'elles réduisent la capacité des gestionnaires à utiliser ces fonds dans des activités qui ne sont pas dans l'intérêt des actionnaires.

Plusieurs études ont examiné si les programmes des rachats d'actions peuvent être motivés en partie par des problèmes d'agence associés aux flux monétaires discrétionnaires. Denis et Denis (1993) annoncent que la dette abondante ajoute de la valeur en réduisant l'investissement excessif de capital.

D'autres nouvelles études se sont intéressées à la réaction du marché suite à des annonces de soumissions d'offres de rachats à prix fixe, afin de savoir si elle est plus forte pour les entreprises à faible ratio Q de Tobin ou à celles dont le ratio Q de Tobin est élevé. Le plus évident est que, si le marché répond à des problèmes de coûts d'agence, la réaction face à des annonces de soumissions d'offres de rachats d'actions, devrait être plus positive pour les entreprises qui ont tendance à surinvestir. Cela se produit quand le marché ne prévoit pas d'opportunités de croissance futures, d'où un faible ratio Q de Tobin. Quoique les résultats de Howe, He et Kao (1992) ne confirment pas cette

hypothèse, plusieurs autres études apportent une preuve évidente avec la théorie des coûts d'agences. Par exemple, Lie (2000) constate que les entreprises qui annoncent des soumissions d'offres de rachats d'actions ont des niveaux de liquidité plus élevés que leurs pairs dans la même industrie et que, la réaction du marché à de telles annonces, est corrélée positivement au montant d'argent en excès dans les entreprises qui procèdent aux annonces.

Dans le cas des programmes de rachats d'actions dans le cours normal des activités, Grullon (2000) constate que le marché réagit favorablement aux programmes de rachats annoncés par les entreprises dont les opportunités d'investissement semblent avoir décliné. Cette évidence est également cohérente avec la prochaine motivation corporative, c'est-à-dire, l'utilisation des programmes de rachats d'actions comme moyen de réallouer le capital des secteurs moins productifs vers les secteurs les plus productifs de l'économie.

1.4.5 L'allocation du marché des capitaux

Le rôle principal de tous les marchés financiers est d'allouer efficacement les capitaux dans des projets qui ajoutent de la valeur, dans le but de maximiser la richesse de l'économie. Comme le marché financier est caractérisé par un déséquilibre informationnel à la base de l'asymétrie d'informations qui existe entre investisseurs et entrepreneurs, il arrive que cette allocation efficace puisse ne pas avoir lieu.

Dans une économie libre, les entreprises qui n'ont pas de projets d'investissements futurs porteurs de valeurs ajoutées doivent envisager un retour de capital pour leurs propres actionnaires. L'hypothèse relative à l'allocation du marché des capitaux est en relation similaire avec l'hypothèse des flux monétaires discrétionnaires. Elle suppose qu'en absence de problèmes d'agences, les actionnaires sont plus avantagés avec les programmes de rachats d'actions, pour la simple raison, que ces derniers sont capables d'effectuer une allocation plus efficace de ces fonds, étant donné qu'ils ont une vision plus large sur toutes les opportunités qu'offre l'économie.

L'hypothèse de l'allocation du marché des capitaux, suppose que les entreprises qui annoncent des programmes de rachats d'actions vont pouvoir diminuer leurs capacités d'investir dans des projets à VAN négative. Les études empiriques effectuées sur le sujet semblent confirmer cette constatation. Dans le cas des soumissions d'offres de rachats

d'actions, Nohel et Tarhan (1998) observent qu'en moyenne les entreprises qui rachètent leurs propres actions réduisent leurs bases d'actifs. Pour le cas des programmes de rachats d'actions dans le cours normal des activités, Grullon et Ikenberry (2000) constatent que les entreprises qui annoncent de tels programmes diminuent leurs capacités à dépenser.

Comme les entreprises utilisent les programmes de rachats d'actions simplement pour réclamer au marché financier la sous-évaluation de leurs titres, les marchés financiers au sens plus large, utilisent les rachats d'actions afin de libérer les fonds des secteurs économiques moins actifs vers les secteurs économiques les plus actifs et plus prometteurs.

1.4.6 Les rachats d'actions comme substitut aux dividendes

Pour les entreprises qui sont bien valorisées par le marché, la distribution des dividendes ou les rachats d'actions sont deux techniques équivalentes du point de vue économique. Mais du point de vue fiscal, elles diffèrent à travers le calcul d'impôt du revenu des investisseurs. Les programmes de rachats d'actions ne sont imposables que si les investisseurs choisissent de vendre leurs actions et qu'ils réalisent un gain en capital imposable. Par contre, les investisseurs qui ne vendent pas leurs actions auront droit à une augmentation au prorata dans la propriété de l'entreprise. On peut donc croire que la motivation fiscale peut être un stimulant derrière la substitution des dividendes par les rachats d'actions.

DeAngelo, DeAngelo et Skinner (2000) précisent que les dividendes spéciaux qui représentent des paiements occasionnels que l'entreprise verse à ses propres actionnaires, se font de plus en plus rares ces dernières années. Toutefois, cette baisse des dividendes spéciaux a été manifestée avant la vague de popularité des programmes des rachats d'actions. On ne peut pas donc dire que les programmes de rachats d'actions sont responsables du déclin des dividendes spéciaux.

Les programmes de rachats d'actions, représentent pour les entreprises un moyen de rémunérer leurs propres actionnaires. Jannathan, Stephen et Weisbach (2000) observent que les entreprises qui rachètent leurs propres actions présentent des bénéfices beaucoup

plus volatiles que les entreprises qui paient des dividendes réguliers. Grullon et Michaely (2002) observent dans leur étude que durant la période 1980-2000, les programmes de rachats d'actions aux États-Unis ont augmenté à un rythme croissant supérieur à celui des dividendes. Ils constatent que durant la même période, le taux de croissance annuel moyen pour les dépenses en rachats d'actions était de l'ordre de 26.1%, alors que le taux de croissance annuel moyen des dividendes n'était que de 6.8%. Par ailleurs, ces mêmes auteurs constatent que la majorité des entreprises ont distribué des cash à leurs actionnaires plus à travers les rachats d'actions qu'à travers les dividendes, alors que ces derniers n'ont pas augmenté au même rythme. Grullon et Michaely (2002) concluent que l'activité de rachats d'actions a été financée en grande partie par des montants qui auraient dû servir à l'augmentation des dividendes et que l'activité de rachats d'actions durant ces deux dernières décennies, a aidé le ratio de paiement total moyen des entreprises à être relativement constant dans le temps (malgré la baisse du ratio de paiement total moyen des dividendes). L'étude montre en plus que la réaction du marché à une annonce d'un programme de rachats d'actions est plus forte quand le bénéfice fiscal anticipé pour la substitution aux dividendes est plus grand. Cela démontre bien la préférence des entreprises aux programmes de rachats d'actions.

1.4.7 Les ajustements au niveau de la structure de capital

Certaines entreprises annoncent des programmes de rachats de leurs propres actions afin d'ajuster leurs ratios de dette sur l'avoir des actionnaires. Dans le cas des soumissions à prix fixe, l'entreprise peut racheter une proportion considérable de ses actions en circulation, ce qui lui permet d'augmenter son ratio d'endettement. Par contre, dans le cas des programmes de rachats d'actions dans le cours normal des activités (RCNA), cette motivation est beaucoup moins présente.

1.5 Effet des rachats sur la liquidité de l'action

Les programmes de rachats d'actions peuvent influencer le degré de liquidité qui se trouve sur le marché boursier. Lorsque les entreprises rachètent des gros blocs de titres du marché, cela a pour effet de réduire la liquidité à cause de la diminution du flottant d'actions et du nombre de négociateurs sur le marché boursier.

Plusieurs théories et études empiriques considèrent que les programmes de RCNA ont un effet à double tranchant sur la dynamique du marché. La présence de l'entreprise dans le marché augmente la fraction des négociateurs informés par rapport aux investisseurs moins informés. Ceci peut donner naissance à un problème de sélection adverse. Le problème est que, quand un négociateur mieux informé (comme l'entreprise elle-même) entre dans le marché pour négocier des actions, les teneurs de marché vont réagir par l'élargissement du différentiel entre le cours acheteur et le cours vendeur. Cela, va provoquer l'augmentation des coûts de transactions pour tous les investisseurs et par la suite la liquidité du titre va diminuer. Barclay et Smith (1988) montrent que le différentiel entre cours acheteur et cours vendeur s'élargit après l'annonce d'un programme de RCNA.

D'un autre côté, la présence d'un acheteur important dans un marché en baisse peut donner confiance aux investisseurs. Par exemple, plusieurs observateurs de marché maintiennent que le grand nombre de programmes annoncés durant et après le crash boursier d'octobre 1987 était en partie motivé par le désir d'augmenter la liquidité. Plusieurs études soutiennent l'idée que les programmes de rachats d'actions peuvent être utilisés pour augmenter la liquidité sur le marché boursier.

La question qui se pose est de savoir si le marché récompense les entreprises qui ajoutent de la liquidité de cette manière ou non ?

Grullon (2000) examine la relation entre la réaction à court terme du marché suite à l'annonce d'un programme de rachats d'actions avec le niveau de liquidité de l'action. En utilisant le chiffre d'affaires réalisé à travers les programmes de rachats d'actions comme indicateur de liquidité, ses résultats montrent que les titres non liquides affichent la même réaction du marché que les titres plus liquides au moment de l'annonce des programmes de rachats d'actions. Ces résultats peuvent être interprétés de deux manières : ou bien les actionnaires n'accordent pas beaucoup d'importance à cette liquidité ajoutée, ou bien les bénéfices de cette liquidité ajoutée sont incorporés dans le prix de l'action graduellement au fur et à mesure que les investisseurs prennent conscience de cela.

1.6 Les plans d'options managériales

Les plans d'options managériales sont généralement des actions qui ne donnent pas droit à un versement de dividende. Murphy (1998) constate que seulement 1.1% des stocks options prévus par les entreprises américaines pour leurs employés sont rémunérés. Cela implique que les dividendes diminuent la valeur des stocks options. C'est pourquoi, les gestionnaires sont motivés à réduire les dividendes afin d'augmenter la valeur espérée de leurs stocks options. Lambert, Lanen et Larcker (1989) examinent le comportement de distribution des dividendes pour 221 entreprises américaines juste après l'adoption des plans d'options managériales. Leurs résultats montrent que les entreprises diminuent le niveau des dividendes par rapport aux dividendes espérés, après l'adoption des plans d'options managériales. Fenn et Liang (2001) constatent aussi une relation négative entre le paiement des dividendes et les stocks options managériales.

1.7 Le traitement fiscal

La fiscalité joue un rôle important au niveau du choix entre dividendes et rachats d'actions. Dans ce qui suit, nous présentons le traitement fiscal canadien réservé aux deux formes de rémunérations.

- Le traitement fiscal du revenu des dividendes :

Le revenu des dividendes imposable, reçu des corporations canadiennes, doit être majoré de 25% et donne droit à un crédit d'impôt pour dividendes. L'exemple² présenté ci-dessous montre le traitement fiscal du revenu en dividendes pour un investisseur ontarien :

² Exemple tiré de la recherche réalisée par Jong, Van Dijk et Veld (2001), "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a New Research Design", p. 37.

Dividendes des compagnies canadiennes :	10.000\$	
Majoration de 25% :	2.500\$	
Montant imposable :	12.500\$	
Impôt Fédéral sur les dividendes: (0.26×12.500)	3.250\$	
Crédit d'impôt : (0.1333×12.500)	(1.667\$)	
Impôt Fédéral payable :	1.583\$	
Impôt sur le revenu provincial : (0.58×1.583)	0.918\$	
Total taxe	2.501\$	
Revenu des dividendes net d'impôt : $10.000 - 2.501$	7.499\$	
Taux d'imposition sur les dividendes (taxe totale/dividende reçu)		25.01%

- Le traitement fiscal du gain en capital :

Contrairement aux dividendes qui sont totalement imposables, 50% du gain en capital est assujéti à l'impôt fédéral et à l'impôt provincial. Le taux d'imposition maximal du gain en capital (fédéral et provincial) passe de 31% à 23% en moyenne selon la province, ce qui est moins que le taux d'imposition américain qui se situe en moyenne à 25%.

On peut illustrer par un exemple³ le traitement fiscal du gain en capital relatif aux rachats d'actions pour un investisseur ontarien :

Montant du gain en capital :	10.000\$	
Impôt Fédéral sur le gain en capital : $(0.26 \times 0.50 \times 10.000)$	1.950\$	
Impôt Provincial sur le gain en capital : (0.58×1.950)	1.131\$	
Taxe totale	3.081\$	
Revenu du gain en capital net d'impôt = $10.000 - 3.081$	6.919\$	
Taux d'imposition du gain en capital (taxe totale / montant du gain en capital reçu)		30.81%

Suivant cet exemple, un investisseur individuel canadien est mieux avantage avec une rémunération par le biais des dividendes que par le biais du gain en capital, étant donné que pour le même montant reçu, il bénéficiera d'un montant net d'impôt supérieur. Or, il

³ Exemple tiré de la recherche réalisée par Jong, Van Dijk et Veld (2001), "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a New Research Design", p. 37.

est important de signaler qu'avec le paiement des dividendes, l'investisseur est contraint de recevoir les montants de dividendes en temps précis. Par contre, avec les programmes de rachats d'actions, l'investisseur ne paye d'impôt que s'il décide de vendre ses actions et que si cette transaction aboutit à un gain en capital imposable. L'investisseur pourrait également reporter le gain en capital à plus tard ainsi que l'imposition qui s'y rattache. Si ce dernier est reporté dans le temps, la valeur imposable relative à la valeur actuelle du gain en capital sera moins importante, ce qui est bénéfique pour les investisseurs.

Aux États-Unis, Brennan et Thakor (1990) observent que les taux d'imposition sur les dividendes surpassent celles du gain en capital. Dans ce cas, les investisseurs individuels américains devraient avoir une préférence pour les programmes de rachats d'actions que pour les dividendes.

1.8 La finance comportementale

Shefrin et Statman (1984) précisent que la rémunération versée aux actionnaires procure une satisfaction différente d'un investisseur à l'autre. Cette différence dépend de la forme de rémunération (dividende versus rachat). Leur modèle est basé sur une théorie comportementale et non pas sur la maximisation de l'utilité personnelle. Leur théorie confirme celle de Lease, Lewellen et Schlarbaum (1976) qui constatent que les personnes âgées ou retraitées ont une préférence majeure pour les dividendes que pour d'autres formes de rémunération. Cela peut être expliqué par le fait que ces personnes âgées n'ont pas une rente satisfaisante et en même temps cherchent à avoir un revenu supplémentaire régulier.

1.9 Flexibilité et taux de réalisation des programmes

De la manière avec laquelle ils sont conçus, les programmes de rachats d'actions accordent une certaine flexibilité aux gestionnaires dans le processus de rachats d'actions. Cette flexibilité est exprimée par le choix dans le moment des rachats d'actions, ainsi que le nombre d'actions à retirer du marché financier. Aussi, suivre les transactions de rachats n'est pas une chose facile. Par exemple, aux États-Unis, il n'y a pas d'exigence au niveau de la divulgation de l'information. La majorité des entreprises américaines ne fournissent pas de détails de leurs rachats sur une base périodique comme elles le font pour publier

leurs bénéficiaires et leurs versements de dividendes. Par ailleurs, il est plus compliqué de suivre l'évolution des programmes de rachats d'actions par le fait que la durée des programmes dans le marché ouvert n'est pas définie. En plus, il est possible que certaines entreprises annoncent des programmes de rachats sans qu'elles aient l'intention de racheter des actions.

Ce manque informationnel au niveau des activités de rachats a amené les organismes de réglementation, ainsi que les investisseurs institutionnels, d'exprimer leurs intérêts pour les taux de réalisations des programmes de rachats d'actions. Par exemple, les organismes de réglementations canadiens semblent plus exigeants pour autoriser de nouveaux programmes de rachats d'actions dans le cas où les entreprises présenteraient un mauvais dossier relativement à des programmes de rachats antérieurs. Au Canada, le contenu informationnel relatif aux programmes de rachats d'actions est plus vaste et plus significatif. Dans ces pays, les bourses collectent et publient chaque mois les transactions du mois précédent pour tous les programmes autorisés. C'est pour cela, qu'il est plus facile de trouver le nombre total d'actions autorisés ainsi que le niveau de réalisation et même la date d'expiration du programme à n'importe quel moment dans le temps.

Une étude réalisée par Stephens et Waisbach (1998) a fourni ce qui est probablement l'estimation la plus fiable des taux de réalisation aux États-Unis. Cette étude utilise une variété d'approches mesurant les dépenses en rachats d'actions à partir de l'état de trésorerie. Cette étude révèle que, entre 1981 et 1990, les entreprises américaines avaient atteint un taux de réalisation de l'ordre de 75% de leurs rachats autorisés durant une période de trois ans suivant la date initiale d'annonce.

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) constatent que pour un échantillon composé de 1060 annonces de programmes de rachats d'actions canadiennes étudié entre 1989 et 1995, le taux moyen de réalisation après 12 mois était de l'ordre de 28,6%, et que ce dernier a augmenté au cours de la période échantillonnée. Pour la même étude, les auteurs constatent que le tiers seulement des entreprises de l'échantillon, ont acheté la moitié des actions initialement autorisées. Et que, moins d'une entreprise sur dix a complété 90% de son programme ou plus.

Une comparaison directe entre le taux de réalisation canadien et américain n'est pas très significative à cause du fait que la loi canadienne limite tous les programmes de rachats à une durée de 12 mois ou moins. Néanmoins, en prenant ceci en considération, les taux de réalisations canadiennes semblent apparaître légèrement inférieurs à ceux des entreprises américaines.

D'autres indications relatives aux transactions stratégiques que les gestionnaires ont effectuées, ont été constatés par Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000). Par exemple, les taux de réalisation étaient plus élevés, en moyenne, pour les actions de valeur que pour les actions de croissance. Aussi, les entreprises rachètent moins d'actions lorsque les prix augmentent et rachètent plus d'actions dans un marché en déclin, ce qui est cohérent avec les hypothèses de liquidité et de l'effet signal.

CHAPITRE II

REVUE DE LITTÉRATURE

L'objectif de ce mémoire est d'analyser la performance financière des programmes de rachats d'actions. Dans ce chapitre, nous présentons les principaux résultats des études antérieures qui ont examiné cette question. Le tableau 2 récapitule les principales études ayant analysé la performance des programmes de rachats d'actions durant ces quinze dernières années. Dans ce tableau, nous précisons pour chaque étude, l'auteur ou les auteurs qui ont analysé la performance financière des programmes de rachats d'actions, le pays d'étude, la période d'étude, la taille du programme de rachats d'actions, l'horizon d'étude, la performance dégagée pour chaque intervalle d'étude ainsi que la méthode utilisée pour le calcul de la performance anormale.

L'évolution considérable de l'activité de rachats d'actions au cours de ces dernières années a suscité l'intérêt des scientifiques pour savoir quels sont les motifs qui incitent les entreprises à utiliser les programmes de rachats d'actions. Plusieurs auteurs étudient cette question et essaient d'analyser le comportement du marché boursier à court et à long terme suite à l'annonce de ces programmes de rachats d'actions. Ils analysent la performance financière des entreprises durant différentes périodes, dans différents pays et avec différentes approches. Les points qui convergent à travers ces différentes études montrent que le marché boursier manifeste une forme semi forte d'efficience et qu'il réagit positivement dans un intervalle de temps relativement faible entourant la date d'annonce. Certaines études analysent la performance à long terme selon les facteurs de risque, à savoir : le facteur taille et le ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs" introduits par Fama et French (1993) dans leur modèle à trois facteurs.

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Horizon d'étude	Performance anormale en (%)	Méthode et observations
Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995)	États-Unis	1980-1990	1239 annonces de programmes de rachats d'actions	(-2; 2) jours	Echantillon total	Rendements anormaux cumulés
					3,54 (statistique- t = 21,72)	
					4,25 (statistique- t = 14,37)	
					4,12 (statistique- t = 17,71)	
				(-2; 2) jours	2,33 (statistique- t = 8,94)	sous-évaluation
					5,31 (statistique- t = 6,17)	prise de contrôle
					5,50 (statistique- t = 3,21)	stock option
					3,00 (statistique- t = 5,71)	
				(-2; 2) jours	Taille (bas quartile)	Stratégie passive «achat détention»
					8,19 (statistique- t = 12,41)	
(-2; 2) jours	Taille (haut quartile)	Modèle de régression à trois facteurs de (Fama-French 1993)				
	2,09 (statistique- t = 11,84)					
(-2; 2) jours	VC/VM (bas quartile)					
	3,36 (statistique- t = 6,84)					
4 ans suivant la date d'annonce	VC/VM (haut quartile)					
	3,56 (statistique- t = 11,71)					
3 ans suivant la date d'annonce	VC/VM (bas quartile)					
	3,36 (statistique- t = 6,84)					
	VC/VM (haut quartile)					
	3,56 (statistique- t = 11,71)					

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS (SUITE)

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Horizon d'étude	Performance anormale en (%)	Méthode et observations	
Grullon et Michaely (2002)	États-Unis	1980-1994	968 annonces de baisse des dividendes	(-1; 1) jours	Entreprises qui annoncent la baisse les dividendes et qui ne procèdent pas au rachat de leurs actions	Rendements anormaux cumulés (RAC)	
					-1,84%		
				(-1; 1) jours	Entreprises qui ont procédé au rachat deux ans avant l'annonce de la baisse les dividendes		
				(-1; 1) jours	-0,40%		
				(-1; 1) jours	2,81	avant la réforme de taxe de 1986	
				(-1; 1) jours	3,51	après la réforme de taxe de 1986	
		2,63					
Comment et Jarrell (1991)	États-Unis	1984-1989	1197 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(-3; 40) jours	2,27 (statistique-t = 1,33)	rendements anormaux cumulés (RAC)	

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS (SUITE)

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Horizon d'étude	Performance anormale en (%)	Méthode et observations
Stephens et Weisbach (1998)	États-Unis	1981-1990	944 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(-1; 1) jours	2,69 (statistique- $t = 11,38$)	Modèle de régression multiple
				(-1; 0) année	- 0,1 (statistique- $t = -0,39$)	
Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000)	Canada	1989-1995	1060 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(0; 1) année	+ 0,7 (statistique- $t = 2,98$)	Modèle d'équilibre des actifs financiers.
				(1; 3) année	0,616 (statistique- $t = 2,70$)	
				(-1; 0) année	- 0,348 (statistique- $t = -2,09$)	
				(0; 1) année	0,671 (statistique- $t = 4,25$)	
				(1; 3) année	0,587 (statistique- $t = 4,11$)	
				Entreprise de croissance		
				(-1; 0) année	0,509 (statistique- $t = 2,19$)	
				(0; 1) année	0,349 (statistique- $t = 1,95$)	
				(1; 3) année	0,276 (statistique- $t = 2,13$)	
				entreprise de valeur		
(-1; 0) année	- 0,913 (statistique- $t = -3,80$)					
(0; 1) année	0,820 (statistique- $t = 3,42$)					
(1; 3) année	0,762 (statistique- $t = 3,77$)					

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS (SUITE)

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Horizon d'étude	Performance anormale en (%)	Méthode et observations
Li et McNally (1999)	Canada	1989-1992	183 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(-2; 2) jours	3,6210 (statistique- t = 2,4068) taille	Modèle de régression simple et multiple
				(-2; 2) jours	0,4853% (statistique- t = 1,6495) Valeur comptable/Valeur marchande des actifs	
				(-2; 2) jours	0,0252 (statistique- t = 0,1851)	
Rau et Vermaelen (2002)	Grande Bretagne	1985-1998	126 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(-5; 5) jours	1,14 (statistique- t = 2,58)	Modèle d'équilibre des actifs financiers.
				(0; 1) jours	0,93 (statistique- t = 4,96)	
				(-2; 2) jours	1,08 (statistique- t = 3,65)	

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS (SUITE)

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Horizon d'étude	Performance anormale en (%)	Méthode et observations
Oswald et Young (2002)	Grande Bretagne	1995-2000	159 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(-1; 1) jours	1,59 (statistique- $t = 3,06$)	Modèle d'équilibre des actifs financiers.
				(-5; 5) jours	2,10 (statistique- $t = 2,52$)	
				(-10; 10) jours	3,27 (statistique- $t = 2,33$)	
			117 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(-12; -1) mois	-12,15 (statistique- $t = 0,01$)	
				0	3,20 (statistique- $t = 0,01$)	
				(1, 12) mois	5,95 (statistique- $t = 0,05$)	
Ginglinger et L'Her (2002)	France	1998-1999	363 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché ouvert	(0; 1) jours	0,574 (statistique- $t = 3,264$)	Modèle d'équilibre des actifs financiers.
Lamba et Ramsay (2000)	Australie	1989-1998	136 annonces de programmes de rachats d'actions	(-1; 1) jours	2,807 (statistique- $t = 7,549$)	Modèle d'équilibre des actifs financiers.

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS (SUITE)

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Date d'annonce	Performance anormale en (%)	Méthode et observations			
Zhang (2004)	Hong- Kong	1993-1997	800 annonces de programmes de rachats d'actions	(-20; -1) jours	-1,844 (valeur- p = 0,000)	Rendements anormaux cumulés (RAC).			
				(0; 2) jours	0,429 (valeur- p = 0,007)				
				(0; 20) jours	0,688 (valeur- p = 0,102)				
							Entreprises de petite taille		
			109 annonces de programmes de rachats d'actions	(-20; -1) jours	0,593 (valeur- p = 0,667)	Rendements anormaux cumulés (RAC).			
				(0; 2) jours	0,941 (valeur- p = 0,078)				
				(0; 20) jours	4,127 (valeur- p = 0,003)				
						Entreprises de grande taille			
			181 annonces de programmes de rachats d'actions	(-20; -1) jours	-3,296 (valeur- p = 0,000)	Rendements anormaux cumulus (RAC).			
(0; 2) jours	0,074 (valeur- p = 0,778)								
(0; 20) jours	-1,531 (valeur- p = 0,028)								

TABLEAU 3 : LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS (SUITE)

Auteurs	Pays	Période d'étude	Nombre d'annonces	Horizon d'étude	Performance anormale en (%)	Méthode et Observations		
Zhang (2004)	Hong- Kong	Sept 1993/ Août 1997	216 annonces de programmes de rachats d'actions	(-20; -1) jours	Entreprises de valeur -0,071 (valeur- p = 0,928)	Rendements anormaux cumulés (RAC).		
				(0; 2) jours	1,413 (valeur- p = 0,000)			
				(0; 20) jours	1,899 (valeur- p = 0,019)			
					Entreprises de croissance			
				(-20; -1) jours	-5,980 (valeur- p = 0,000)		Rendements anormaux cumulés (RAC).	
				(0; 2) jours	-0,516 (valeur- p = 0,242)			
			(0; 20) jours	-2,775 (valeur- p = 0,017)				
			115 annonces de programmes de rachats d'actions		"valeur comptable / valeur marchande des actifs" fort			
				(0; 1) année	1,51 (valeur- p = 0,770)	Stratégie passive «achat détention»		
				(1; 2) année	6,04 (valeur- p = 0,533)			
				(2; 3) année	-20,66 (valeur- p = 0,001)			
				813 annonces de programmes de rachats d'actions		"valeur comptable / valeur marchande des actifs" faible		
(0; 1) année	-8,06 (valeur- p = 0,245)	Stratégie passive «achat détention»						
(1; 2) année	-15,67 (valeur- p = 0,100)							
(2; 3) année	-20,77 (valeur- p = 0,032)							
115 annonces de programmes de rachats d'actions								
	(0; 1) année	-8,06 (valeur- p = 0,245)	Stratégie passive «achat détention»					
	(1; 2) année	-15,67 (valeur- p = 0,100)						
(2; 3) année	-20,77 (valeur- p = 0,032)							

Ces études révèlent que le marché réagit plus positivement avec les entreprises de petite taille et de valeur qu'avec les entreprises de grande taille et de croissance.

Afin de mieux comprendre le comportement du marché à l'annonce des programmes de rachats d'actions, nous allons donner dans ce qui suit, un aperçu sur quelques études qui ont abordé ce sujet.

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) analysent un échantillon composé de 1239 annonces de programmes de rachats d'actions sur le marché américain entre 1980 et 1990. Ils calculent la performance anormale à court terme des annonces de rachats d'actions. Ils observent un rendement anormal moyen négatif à court terme de -3,07% (statistique- $t = -9,91$) pour la période (-20; -3) jours. Pour les périodes (-2; 2) et (3; 10) jours, ils observent une performance anormale de 3,54% (statistique- $t = 21,72$) et 0,21% (statistique- $t = 1,00$), respectivement. Ils concluent que la sous-évaluation semble être un motif important aux rachats d'actions pour ces entreprises et que le marché boursier capte mal l'information contenue dans les annonces de rachats d'actions.

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) calculent la performance anormale des titres à travers des sous-périodes, 1980-1983, 1984-1986 et 1987-1990. Ils observent des rendements anormaux de 4,25% (statistique- $t = 4,25$), 4,12% (statistique- $t = 17,71$) et 2,33% (statistique- $t = 2,33$) pour les trois sous-périodes, respectivement. Ils concluent que le rendement anormal des titres varie d'une période l'autre.

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) analysent les motivations derrière l'annonce des programmes de rachats d'actions par les entreprises américaines. Ils constatent que les entreprises qui veulent se protéger contre des prises de contrôle hostiles, ont un rendement anormal de 5,50% (statistique- $t = 3,21$). Les entreprises qui veulent prendre avantage d'une possible sous-évaluation ont un rendement anormal de 5,31% (statistique- $t = 6,17$). Par contre, les entreprises qui veulent contrer les effets de dilution engendrés par les options ont une performance anormale de 3,00% (statistique- $t = 5,71$). Ils concluent que la sous-évaluation des actions ne représente pas la principale motivation derrière l'annonce de programmes de rachats d'actions par les entreprises.

En examinant la relation entre la taille de l'entreprise et les rendements anormaux à long terme. Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) constatent que les entreprises de petite taille ont un rendement anormal de -3,91% (statistique- $t = -3,12$) et 8,19% (statistique- $t = 12,41$) pour les périodes (-20; -3) et (-2; 2) jours, respectivement. Par contre, pour les mêmes périodes, ces auteurs, constatent que les entreprises de grande taille ont un rendement anormal de -1,21% (statistique- $t = -3,61$) et 2,09% (statistique- $t = 11,84$), respectivement. Ils concluent que la performance anormale décroît avec la taille de l'entreprise. Ces auteurs, calculent le rendement anormal des titres à long terme en relation avec le ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs", ils observent un rendement anormal de -0,3% (statistique- $t = 0,358$) et 0,43% (statistique- $t = 3,30$) pour les entreprises de valeur et de croissance, respectivement. Ils concluent que le marché réagit plus favorablement avec les entreprises de petite taille et de valeur qu'avec les entreprises de grande taille et de croissance. Dittmar (1997) analyse la relation entre les rachats d'actions et les divers événements corporatifs comme les distributions, l'investissement, la structure de capital, le contrôle corporatif et les avantages sociaux au sein d'entreprises de différents types de secteurs sur la période 1977 à 1996. Il constate que tout au long de la période échantillonnée, les entreprises rachètent des actions pour prendre avantage d'une possible sous-évaluation, et que durant certaines périodes, ces entreprises procèdent aux rachats de leurs propres actions pour modifier le ratio d'endettement, se protéger contre des prises de contrôle hostiles et contrer les effets de dilution engendrés par les options.

Grullon et Michaely (2002) étudient un échantillon composé de 968 annonces de baisse de dividendes sur le marché américain entre 1980 et 1994. Ils examinent la possibilité de substituer les dividendes par les programmes de rachats d'actions. Ils analysent la performance des programmes de rachats d'actions trois jours entourant la date d'annonce d'une baisse des dividendes. Ils divisent leur échantillon en deux groupes d'entreprises. Un groupe composé d'entreprises, qui ont annoncé un programme de rachats de leurs propres actions au moins une fois durant les deux qui ont précédé la date d'annonce de la baisse des dividendes. Un deuxième groupe d'entreprises, qui n'ont jamais annoncé un programme de rachats d'actions durant cette même période. Ces auteurs, observent une performance anormale de -1,84% pour les entreprises qui n'ont jamais annoncé un programme de rachats d'actions. Alors que, pour les entreprises qui

ont déjà annoncé au moins une fois un programme de rachats d'actions durant cette période, ont une performance anormale de -0,40%. Ils concluent que les investisseurs pénalisent moins les entreprises qui réduisent leurs dividendes en les substituant aux rachats d'actions.

Grullon et Michaely (2002) dans une étude réalisée sur le marché américain entre 1980 et 1994, vérifient si la performance autour de l'annonce de programmes de rachats d'actions a été influencée par la réforme de taxe de 1986⁴. Ils divisent leur échantillon d'entreprises en deux groupes. Un groupe composé d'entreprises qui ont annoncé des programmes de rachats de leurs propres actions avant la réforme de 1986. Un deuxième groupe constitué d'entreprises qui ont annoncé des programmes de rachats de leurs propres actions après la réforme. Les résultats de cette étude révèlent que la performance moyenne du marché autour de la date d'annonce des programmes de rachats d'actions baisse après la réforme de taxe de 1986, de 3,51% à 2,63%. Ils concluent que la réaction du marché à une annonce de rachats est plus positive avant l'acte de réforme de taxe de 1986 quand le bénéfice fiscal anticipé pour la substitution aux dividendes est plus grand.

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) analysent la performance à long terme des entreprises canadiennes annoncent des programmes de rachats d'actions durant la période allant de 1989 à 1995. Ces auteurs, utilisent un échantillon composé de 1060 annonces de programmes de rachats d'actions dans le marché canadien. Les performances ont été calculées par deux modèles différents : soient le modèle simple du marché et le modèle de régression à trois facteurs de Fama et French (1993). Leurs résultats montrent une performance anormale négative pour l'année qui précède l'annonce de rachats et une performance anormale positive pour chacun des trois ans qui suivent la date d'annonce. Ils constatent que les entreprises annoncent des programmes de rachats d'actions quand elles sont sous-évaluées par le marché.

Ces auteurs, examinent également la performance à long terme des titres suivant que les entreprises qui procèdent au rachats sont des entreprises de croissance ou de valeur. Ils constatent que les entreprises de valeur performant mieux après l'annonce des

⁴ La réforme de taxe de 1986 a abaissé les taux d'impositions et a élargie l'assiette fiscale au titre de l'impôt sur le revenu des particuliers ainsi que l'impôt sur les bénéfices des sociétés. L'objectif était en gros de redéfinir le bénéfice imposable pour le rapprocher du bénéfice économique.

programmes de rachats d'actions. Ils observent un rendement anormal positif et significatif de 0,762% par mois (statistique- $t = 3,77$) pour les entreprises de valeur. Par ailleurs, ils constatent que les entreprises de croissance performant mieux dans l'année qui précède l'annonce de programmes de rachats d'actions. Ceci concorde avec l'idée que les entreprises de valeur cherchent en premier lieu à améliorer la valeur boursière de leurs actions qu'ils estiment sous-évaluées par le marché. Par contre, les entreprises de croissance cherchent d'autres considérations en rachetant des actions. Par exemple, éviter la dilution de leurs bénéficiaires.

Li et McNally (1999) dans une étude réalisée sur le marché canadien entre 1989 et 1992, examinent les motifs derrière l'utilisation des programmes de rachats d'actions. Ils constatent que les entreprises qui annoncent de tels programmes, ont des niveaux de liquidité plus élevés et qu'ils utilisent ces programmes afin de fournir un signal crédible et optimiste relatif à leur situation. Ils constatent que la réaction du marché à de telles annonces est corrélée positivement avec les fonds excédentaires que possèdent ces entreprises.

Zhang (2004) analyse la performance à court et à long terme des entreprises japonaises suite à l'annonce de programmes de rachats d'actions. Il utilise un échantillon composé de 216 annonces de rachats d'actions. Il calcule la performance anormale à court et à long terme avec une approche en temps événementiel. Il estime la performance anormale avec la méthode des rendements anormaux cumulés (ou *RAC*). Il observe une performance anormale de -1,84% (valeur- $p = 0,000$) significativement différent de zéro. Cette performance est calculée sur la base de l'ensemble de l'échantillon et concerne une période temporelle de 20 jours précédents la date d'annonce. Il constate que les entreprises annoncent des programmes de rachats d'actions quand ils sont sous-évalués par le marché. De manière similaire, il observe une performance anormale de 0,43% (valeur- $p = 0,007$) pour une fenêtre temporelle de (0; 2) jours. Il constate que malgré que le marché réagisse positivement aux rachats d'actions, l'économie évolue à un rythme faible.

Zhang (2004) analyse aussi la performance anormale suivant que les entreprises qui procèdent aux annonces de programmes de rachats d'actions sont des entreprises de

croissance ou de valeur. Pour les entreprises de petite taille, il observe une performance anormale de 0,593% (valeur- p = 0,667) pour la période (-20; -1) jours. Pour les périodes (0; 2) et (0; 20) jours, il observe une performance anormale de 0,941% (valeur- p = 0,078) et 4,127% (valeur- p = 0,003), respectivement. Par ailleurs, pour les entreprises de grande taille, Zhang observe une performance anormale de -3,296% (valeur- p = 0,000) pour la période (-20; -1) jours. Pour les périodes (0; 2) et (0; 20) jours, il observe une performance anormale de -0,074 (valeur- p = 0,778) et 1,531 (valeur- p = 0,028), respectivement. Il constate que les entreprises de grande taille rachètent leurs propres actions quand elles sont sous-évaluées par le marché. Alors que, les entreprises de petite taille, rachètent leurs propres actions pour signaler au marché financier une information positive quant aux opportunités d'investissements futurs rentables qu'ils prévoient et non pour corriger la sous-évaluation de leurs titres.

Zhang (2004) calcule les rendements anormaux des titres selon le ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs". Il constate que le marché réagit plus favorablement avec les entreprises de valeur qu'avec les entreprises de croissance.

En somme, on constate que les résultats sur la performance à long terme varient d'une étude à une autre. Cette divergence des résultats peut être expliquée par les différentes approches méthodologiques utilisées et les périodes d'études considérées.

CHAPITRE III

DONNÉES ET MÉTHODES

3.1 Description des données

Notre étude porte sur la période de janvier 1999 à décembre 2004. Notre échantillon de départ est composé de 663 entreprises qui ont annoncé 1475 programmes de rachats d'actions ordinaires. Les données sont collectées manuellement des annonces de la revue "The daily record"⁵, publiée chaque mois par la Bourse de Toronto (TSX). Cette revue est une synthèse des différents programmes autorisés de rachats d'actions annoncés par les entreprises canadiennes. Elle indique la taille du programme, la date limite, le nombre d'annonces de rachats pour chaque entreprise pour le dernier mois, ainsi que le nombre total des titres rachetés. De notre échantillon initial, nous avons éliminé 85 entreprises en raison de la non-disponibilité des rendements dans la base de données "The Canadian Financial Markets Research Centre".

Le tableau 4, indique les annonces de rachats d'actions ordinaires relatives aux entreprises canadiennes listées dans le (TSX) durant la période 1999-2004. L'échantillon retenu se compose de 990 annonces de rachats d'actions ordinaires dans le cours normal des activités pour la période 1999-2004.

⁵ A partir des microfilms qui se trouvent à la bibliothèque de l'UQAM.

TABLEAU 4 : LES STATISTIQUES DES ANNONCES DE RACHATS D' ACTIONS ORDINAIRES POUR LA PÉRIODE 1999-2004

Ce tableau présente les statistiques relatives aux annonces de rachats d'actions ordinaires dans le cours normal des activités au Canada durant la période allant de janvier 1999 à décembre 2004.

	Échantillon initial	Échantillon final
Nombre d'entreprises	665	580*
Nombre d'annonces de programmes de rachats d'actions	1475	1297
Nombre d'annonces de programmes de rachats d'actions ordinaires		990

Nous avons éliminé 85* entreprises de notre échantillon initial, en raison de la non-disponibilité des rendements dans la base de données "The Canadian Financial Markets Research Centre" de l'Université de Toronto.

Le tableau 5, présente les 10 entreprises de notre échantillon qui ont annoncé le plus grand volume de rachats d'actions ordinaires en termes de taille de programmes durant la période d'étude, les dates appropriées pour leurs programmes de rachats ainsi que les secteurs d'activité auxquelles elles appartiennent.

TABLEAU 5 : LES 10 ENTREPRISES CANADIENNES ANNONÇANT DES PROGRAMMES DE RACHATS LES PLUS IMPORTANTS AU COURS DE LA PÉRIODE 1999-2004.

Nom de l'entreprise	Taille du programme de rachats d'actions en million de dollars canadiens	Date d'annonce	Secteur d'activité
Royal Bank of Canada	5 612, 961	23/06/99	Banque Commerciale
Impérial Oil Limited	3 904, 610	17/06/99	Raffinerie du pétrole
Manulife Financial Corporation	3 422, 000	29/11/01	Assurance vie
Loblaw Companies Limited	2 500, 101	18/03/99	Commerce de détail
Encana Corporation	2 252, 569	18/10/02	Pétrole brut et gaz naturel
Bank of Montreal	2 137, 300	24/05/00	Banque Commerciale
George Weston Limited	2 044, 740	16/03/99	Distribution alimentaire
Canadian National Railway Company	1 801, 300	27/01/00	Transport Ferroviaire
Symmetry Resources Inc	1 726, 150	22/04/99	Services d'ingénierie
Canadian Imperial Bank of Commerce	1 477, 157	13/12/99	Banque Commerciale

Le tableau 6 quant à lui, illustre les 10 entreprises de notre échantillon qui enregistre la plus grande capitalisation boursière durant la période d'étude.

TABLEAU 6 : ENTREPRISES CANADIENNES ENREGISTRANT LES 10 PLUS GRANDES CAPITALISATIONS BOURSIÈRES ENTRE 1999-2004.

Nom de l'entreprise	Taille de l'entreprise en million de dollars canadiens
Royal Bank of Canada	174,688
Great-West Lifeco Inc	93,062
Bank of Montreal	85,358
Imperial Oil Ltd	83,747
Canadian Impérial Bank of Commerce	72,141
Manulife Financial Corporation	55,350
Loblaw Companies Ltd	52,776
Canadian National Railway Company	47,028
EnCana Corporation	46,851
George Weston Ltd	43,828

Le tableau 7 présente la distribution des entreprises canadiennes de notre échantillon par industrie, en fonction du volume de rachats d'actions ordinaires annoncé au cours de la période d'étude.

TABLEAU 7 : VOLUME DE RACHATS PAR INDUSTRIE ENTRE 1999-2004.

Secteur d'activité	Volume des programmes de rachats en million de dollars canadiens.
Industrie Minière	8 425, 713
Construction	28, 068
Production	1 2 671, 328
Transport, Communication et Utilité	6 361, 499
Vente en Gros	556, 460
Ventes de Détail	6 996, 453
Finances, Assurance et Immobilier	20 470, 933
Services	2 917, 231
Administration Publique	18, 432

3.2 Méthodes

Notre objectif est d'analyser la performance à court et à long terme des rendements des entreprises canadiennes, ayant annoncé des programmes de rachats d'actions ordinaires dans le cours normal des activités. Les études qui ont analysé le comportement à moyen et à long terme des événements corporatives, comme les rachats d'actions, les fusions et acquisitions et les émissions d'actions, ont mis en évidence l'importance des méthodes de calcul des rendements anormaux. Parmi ces études, on peut citer celles de Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) qui ont remis en cause les résultats des travaux antérieurs, à cause du manque de puissance des tests statistiques choisis et de la sensibilité des résultats aux choix méthodologiques.

Dans ce qui suit, nous présentons les deux approches utilisées dans les études événementielles. Nous discutons par la suite les avantages et les inconvénients de chaque approche.

3.2.1 L'approche en temps événementiel

Pour estimer la performance des annonces de rachats d'actions ordinaires, nous proposons l'approche des rendements anormaux cumulés (ou RAC) en temps événementiel. Dans l'approche en temps événementiel, le temps est défini en fonction d'un événement qui s'est produit au temps $m = 0$. Cette approche consiste à comparer la performance d'un portefeuille de titres qui ont annoncé des rachats d'actions ordinaires dont on souhaite mesurer leur performance par rapport à un indice ou un portefeuille de référence. Le rendement anormal moyen de chaque entreprise est mesuré en fonction du rendement anormal cumulatif (ou RAC) sur un horizon de 12, 24 et 36 mois suivant la date d'annonce des rachats d'actions ordinaires. Ainsi, nous calculons le rendement mensuel anormal des entreprises constituant notre portefeuille. Le rendement anormal mensuel (RA_{it}) pour une entreprise i donnée durant un mois t , représente la différence entre son rendement mensuel (R_{it}) et celui d'un portefeuille de référence ($R_{pc,it}$). On peut formaliser cette équation de la manière suivante :

$$RA_{it} = R_{it} - R_{pc,it} \quad i = 1 \text{ à } n. \quad (1)$$

n : représente le nombre d'entreprises de l'échantillon annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires.

t : représente le mois qui précède ou qui suit l'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires.

Ensuite, nous calculons le rendement anormal mensuel moyen d'une entreprise i durant un mois t comme suit :

$$\overline{RA}_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{n_t} \right) RA_{it} \quad (2)$$

Le rendement anormal moyen cumulé d'une entreprise i pour la période qui suit l'événement \overline{RAC}_τ est formalisé comme suit :

$$\overline{RAC}_\tau = \sum_{t=1}^{\tau} \overline{RA}_t = \sum_{t=1}^{\tau} \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{n_t} \right) RA_{it} \quad (3)$$

L'estimation de la performance anormale moyenne d'un échantillon d'entreprises suppose la mise en place de deux hypothèses :

- $H_0 : \overline{RAC}_T = 0.$ (4)

- $H_1 : \overline{RAC}_T \neq 0.$ (5)

3.2.2 L'approche en temps calendaire

L'approche en temps calendaire a été utilisée pour la première fois par Jaffe et Mandelker en (1974). Contrairement à l'approche en temps événementiel, l'approche en temps calendaire, tient compte de la date réelle de l'événement. Nous formons un portefeuille d'entreprises annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires durant la période calendaire s'étalant entre janvier 1999 et décembre 2004. Ceci nous permet de former une série temporelle de rendements mensuels en temps calendaire. Autrement dit, chaque mois dans le calendrier est un portefeuille. Cette approche corrige ainsi le problème de dépendance en coupe transversale des rendements.

Pour le calcul des rendements en temps calendaire, nous nous basons sur le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) que nous présentons dans ce qui suit.

3.2.2.1 Le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993)

Selon le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993), le rendement excédentaire ($R_{p,t} - R_{f,t}$), tel qu'indiqué dans l'équation 6, est fonction des trois facteurs de risque communs à l'ensemble des titres. Ces facteurs sont : le facteur de marché ($R_{m,t} - R_{f,t}$), le facteur relié à la taille (SMB_t) et le facteur relié au ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs" ou (HML_t). La variable dépendante de cette régression correspond au rendement excédentaire d'un portefeuille mensuel de titres et le taux sans risque ($R_{p,t} - R_{f,t}$) calculé sur les bons du Trésor, alors que les variables explicatives SMB_t et HML_t sont des portefeuilles à investissement nul, construits de manière à répliquer les facteurs de risque à l'ensemble des titres. Les coefficients de sensibilité à ces facteurs s_p et h_p s'estiment par une régression temporelle sur la période calendaire.

L'équation à trois facteurs de Fama et French (1993) est représentée comme suit :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + e_{p,t} \quad (6)$$

Pour calculer les deux facteurs taille et ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs”, Fama et French (1993) se sont servis de deux échantillons d’entreprises. Un échantillon composé de deux groupes d’entreprises selon leurs taille. Des entreprises de petite taille (faible capitalisation boursière) (S : Petit) et des entreprises de grande taille (grande capitalisation boursière) (B : Grand). Le deuxième échantillon est composé de trois groupes d’entreprises selon leur ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs”. Les entreprises dont le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” est faible (L : Faible) représentent 30% de l’échantillon. Les entreprises dont le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” est neutre (N : Neutre) représentent 40% de l’échantillon et les entreprises dont le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” est fort (H : Fort) représentent 30% de l’échantillon. Ensuite, à partir de ces deux échantillons compilés, ils ont formés six portefeuilles (S/L, S/N, S/H, B/L, B/N et B/H) dont la capitalisation boursière est équilibrée. À titre d’exemple, le portefeuille S/L contient les titres des entreprises de petite taille, et à faible capitalisation boursière.

Le facteur taille *SMB* (ou Petit moins Grand) tel que présenté dans l’équation 7 correspond à la différence entre la moyenne des rendements mensuels des trois portefeuilles de petite taille (S/L, S/N et S/H) et la moyenne des rendements mensuels des trois portefeuilles de grande taille (B/L, B/N et B/H). Autrement dit, le facteur *SMB* correspond à la différence entre les rendements mensuels des titres de petite taille et les rendements mensuels des titres de grande taille. Ces deux groupes de taille extrême, affichent un ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” moyen équilibré.

$$SMB = 1/3 (S/L + S/N + S/H) - 1/3 (B/L + B/N + B/H) \quad (7)$$

Le facteur relié au ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” *HML* (ou Fort moins Faible) présenté dans l’équation 8, correspond à la différence entre la moyenne des rendements mensuels des deux portefeuilles d’entreprises ayant le plus grand ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” (H/S et H/B) et la moyenne des rendements mensuels des deux portefeuilles d’entreprises ayant le plus faible ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” (L/S et L/B). Autrement dit, *HML* est défini comme la différence entre le rendement mensuel d’un portefeuille de titres dont les ratios “valeur comptable / valeur marchande des actifs” sont forts et le rendement

mensuel d'un portefeuille de titres dont les ratios "valeur comptable / valeur marchande des actifs" sont faibles. Ces deux groupes qui sont caractérisés par des ratios "valeur comptable / valeur marchande des actifs" extrêmes affichent relativement la même taille moyenne.

$$HML = 1/2 (H/S + H/B) - 1/2 (L/S + L/B). \quad (8)$$

3.2.2.2 Le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997)

Selon le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997), le rendement excédentaire d'un portefeuille de titres ($R_{p,t} - R_{f,t}$), tel qu'indiqué dans l'équation 9, est fonction des trois facteurs de risque de Fama et French (1993) et un facteur lié à l'effet *momentum* (Mom_t). Cette quatrième variable représente un portefeuille à investissement nul, construit de façon à répliquer le facteur de risque relié à l'effet *momentum*. Le coefficient de sensibilité γ_p s'estime par une régression temporelle sur la période calendaire.

Pour calculer la variable explicative *momentum*, Carhart (1997) s'est servi de trois portefeuilles. Le premier portefeuille est constitué de titres dont la performance mensuelle des 12 derniers mois est la plus élevée et représentant 30% de l'échantillon. Le deuxième portefeuille est composé de 40% de titres de l'échantillon dont la performance mensuelle historique est neutre et le troisième portefeuille, est composé de 30% de titres de l'échantillon dont la performance historique est la plus faible. Pour un mois t donnée, cette variable correspond à la différence entre le rendement mensuel moyen du portefeuille de titres dont la performance est la plus élevée et le rendement mensuel du portefeuille de titres dont la performance est la plus faible.

L'équation du modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) est représentée comme suit :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + \gamma_p Mom_t + e_{p,t} \quad (9)$$

Dans ce travail, à l'instar de Fama et French (1993), nous construisons des facteurs canadiens pour la période de l'étude allant de 1999 à 2004. Le facteur de marché, est le rendement attendu d'un actif en excès du taux sans risque, calculé sur les bons du Trésor dont l'échéance est de 91 jours du gouvernement canadien. Le facteur relié à la taille (SMB_t) et le facteur relié au ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs"

(HML_t), sont calculés en utilisant des données tirées de la base de données “compustat” comme suit :

- Le facteur taille : défini comme étant la valeur marchande des actions ordinaires à la fin de l’année (code compustat # 24) multipliée par le nombre d’actions ordinaires (code compustat # 25).
- Le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” : défini comme étant le rapport entre, la valeur aux livres de l’action (code compustat # 24) et la valeur marchande de l’action ordinaire à la fin de l’année (code compustat # 62).

Pour la construction du facteur “*momentum*”, nous utilisons l’indice Canadien S&P/TSX sur une fenêtre de calcul de 12 mois.

Fama (1998) constate que, l’approche en temps calendaire, tient compte des corrélations en coupe transversale entre les rendements, alors que l’approche en temps événementiel, ignore les corrélations à un instant “ t ” précis entre les différents rendements constituant le portefeuille étudié.

Ritter (1991) stipule que, l’estimateur des rendements anormaux à long terme le plus utilisé est la stratégie passive “achat et détention” (ou *BHARs*). Cette idée corrobore avec celles de Lyon, Barber et Tsai (1999). Barber et Lyon (1997) et Lyon et al (1999) ajoutent que la stratégie passive “achat et détention” mesure d’une manière précise l’expérience de l’investisseur. Kothari et Warner (1997) montrent que la stratégie passive “achat et détention” est sujette à des biais statistiques affectant leur robustesse. Ces biais sont au nombre de trois et sont présentés comme suit :

1. Le premier biais est le “new listing bias” ou encore le biais statistique. Ceci est dû, au changement dans la composition des indices de référence auquel le rendement est comparé. Ce changement se réfère aux nouvelles entreprises annonçant des rachats d’actions qui sont ajoutés dans le portefeuille de référence ultérieurement à l’événement $m = 0$. Schultz (2003) pense que l’approche en temps calendaire, aide les chercheurs à éviter les biais statistiques qui sont dus au changement dans la composition des indices de référence.

2. Le deuxième biais est relatif à la distribution des rendements, appelés encore “skewness bias”. Ce dernier fait référence à l’asymétrie de la distribution des rendements.
3. Le troisième biais est appelé “rebalancing bias”. Ceci apparaît quand les rendements anormaux du portefeuille de référence sont rééquilibrés périodiquement (en générale mensuellement), alors que, les rendements anormaux mensuels du portefeuille à étudier sont additionnés sans qu’ils soient rééquilibrés. Canina, Michaely, Thaler et Womack (1998) constatent que l’ampleur de ce biais est plus prononcée sur les rendements journaliers plutôt que sur les rendements mensuels.

Dans l’ensemble, nous pouvons dire qu’il n’existe pas d’approche universelle. Chaque approche a ses propres avantages et inconvénients.

Dans notre travail, nous proposons d’estimer en premier lieu, la performance à court terme des programmes de rachats d’actions ordinaires effectués par les entreprises canadiennes sur des horizons temporels de (-20; -1), (0; 1), (0; 2), (0; 20) et (-20; 20) jours, en utilisant l’approche en temps événementiel (*event-time*). En second lieu, nous proposons d’estimer la performance à long terme des programmes de rachats d’actions ordinaires effectués par les entreprises canadiennes sur des horizons temporels de (0; 12), (0; 24) et (0; 36) mois, en utilisant l’approche en temps événementiel (*event-time*) et sur les horizons 12, 24 et 36 mois suivant la date d’annonce, en utilisant l’approche en temps calendaire (*calendar-time*).

CHAPITRE IV

ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DES PROGRAMMES DE RACHATS D' ACTIONS

Ce chapitre a pour objectif d'analyser la performance à court et à long terme des rendements des entreprises canadiennes listées dans le (TSX) entre 1999 et 2004 et ayant annoncées des programmes de rachats d'actions ordinaires dans le cours normal des activités. Nous analysons en premier lieu la performance à court terme en utilisant la méthode des rendements anormaux cumulés (approche en temps événementiel). En second lieu, nous analysons la performance à long terme en utilisant aussi la méthode des rendements anormaux cumulés ainsi que deux modèles en temps calendaire, à savoir : le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997).

4.1 Résultats de l'analyse de la performance à court terme

L'objectif de cette section est d'analyser la performance à court terme des entreprises canadiennes qui ont annoncé des programmes de rachats d'actions ordinaires. Nous utilisons un échantillon composé de 990 annonces de programmes de rachats d'actions ordinaires dans le cours normal des activités. Les performances sont calculées en temps événementiel sur des horizons de (-20; -1), (0; 1), (0; 2), (0; 20) et (-20; 20) jours entourant la date d'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires. Les performances sont évaluées par l'approche des rendements anormaux cumulés (ou *RAC*).

Le tableau 8, illustre la performance anormale à court terme des entreprises canadiennes de notre échantillon. D'après ce tableau, nous constatons que la performance anormale pour la période (0; 2) jours est de 0,89%, statistiquement significative au niveau de 5% (statistique-*t* = 2,79). Par contre, sur la période (0; 20) jours, la performance

anormale est négative de -0,38% (statistique- $t = -1,67$). Cela nous permet de dire que le marché réagit positivement sur une courte période suite à l'annonce de programmes de rachats d'actions ordinaires. Ces résultats corroborent avec ceux qui sont constatés par Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995) et Zhang (2004) qui calculent également une réaction à court terme positive et significative suite à l'annonce des rachats d'actions.

La figure 3, reflète l'évolution de la performance des entreprises canadiennes sur une période de 40 jours entourant la date d'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires. D'après la figure 3, nous constatons que la performance anormale cumulée des entreprises canadiennes annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires a augmenté durant la période entourant la date d'annonce de ces programmes. Ces résultats remettent en cause l'hypothèse de l'efficiencia du marché sous sa forme semi forte.

TABLEAU 8 : PERFORMANCE ANORMALE À COURT TERME

Le tableau (5) indique la performance anormale à court terme des entreprises canadiennes annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires, calculée suivant l'approche en temps événementiel et estimée par les rendements anormaux cumulés (RAC) sur des horizons (-20; -1), (0; 1), (0; 2), (0; 20) et (-20; 20) jours entourant la date d'annonce des rachats d'actions ordinaires.

Jours	RAC (%)	statistique- t
(-20; -1)	-2,79	(-2,03)
(0; 1)	0,94***	(3,65)
(0; 2)	0,89**	(2,79)
(0; 20)	-0,38	(-1,67)
(-20; 20)	-3,17	(-2,15)

* significatif au niveau 10%
 ** significatif au niveau 5%
 *** significatif au niveau 1%

4.2 Résultats de l'analyse de la performance à long terme

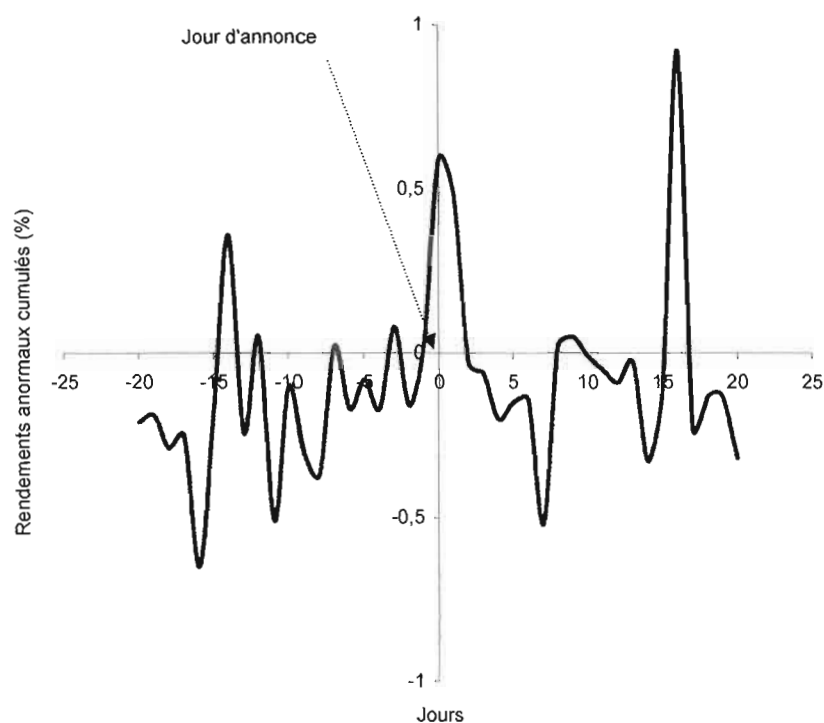
Nous analysons la performance à long terme des entreprises canadiennes qui ont annoncé des programmes de rachats d'actions ordinaires. Nous utilisons un échantillon composé de 990 annonces de programmes de rachats d'actions ordinaires dans le cours normal des activités. Les performances sont calculées par deux approches à savoir : l'approche en temps événementiel sur des horizons de (0; 12), (0; 24) et (0; 36) mois ainsi

que l'approche en temps calendaire sur les périodes 12, 24 et 36 mois suivant la date d'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires. Les performances sont évaluées par la méthode des rendements anormaux cumulés (ou *RAC*) (approche événementiel) et par le modèle de Fama et French (1993) et le modèle de Carhart (1997) (approche calendaire).

Le tableau 9, présente le rendement anormal cumulé au cours des trois années suivant la date d'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires. D'après ces résultats nous constatons que les entreprises canadiennes qui ont annoncé des programmes de rachats d'actions ordinaires pour les périodes (0; 12) et (0; 24) mois, ont des rendements anormaux négatifs de -2,13% (statistique- $t = -1,18$) et -3,25% (statistique- $t = -1,55$) respectivement. Par contre, pour la période (0; 36) mois, les entreprises canadiennes ont un rendement anormal positif de 0,37%, mais non statistiquement significatif (statistique- $t = 0,66$).

Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) analysent la performance à long terme des entreprises canadiennes qui ont annoncé des programmes de rachats d'actions durant la période allant de 1989 à 1997. Ces auteurs utilisent un échantillon composé de 1060 annonces de programmes de rachats d'actions ordinaires dans le marché ouvert. En évaluant la performance avec l'approche en temps événementiel, ils observent une performance anormale de 7,27% (statistique- $t = 4,39$) et 14,91% (statistique- $t = 6,50$) pour les périodes (0; 12) et (0; 24) mois, respectivement. Pour la période (0; 36) mois, ces auteurs observent une performance anormale de 21,40% (statistique- $t = 6,87$).

Figure 3 : Évolution des rendements anormaux cumulés à court terme des entreprises canadiennes annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires.



La figure 3, présente l'évolution de la performance anormale à court terme des entreprises canadiennes annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires. La performance anormale est estimée sur un horizon temporel de 40 jours entourant la date d'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires. L'axe des abscisses, représente l'horizon temporel de 40 jours entourant la date d'annonce. L'axe des ordonnées, représente l'évolution de la performance durant l'horizon temporel de 40 jours entourant la date d'annonce. L'unité de mesure pour l'axe des abscisses est 5 jours. L'unité de mesure pour l'axe des ordonnées est 0,5.

TABLEAU 9 : PERFORMANCE ANORMALE À LONG TERME

Le tableau (6), indique la performance anormale à long terme des entreprises canadiennes annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires, calculée suivant l'approche en temps événementiel et estimée par les rendements anormaux cumulés sur des horizons (0; 1), (0; 12), (0; 24) et (0; 36) mois suivant l'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires.

Mois	RAC (%)	statistique- <i>t</i>
(0; 12)	-2,13	(-1,18)
(0; 24)	-3,25	(-1,55)
(0; 36)	0,37	(0,66)

* significatif au niveau 10%
 ** significatif au niveau 5%
 *** significatif au niveau 1%

Les rendements anormaux calculés selon le modèle de Fama et French (1993) présentés au tableau 10, sont positifs et statistiquement différents de zéro au seuil de 1% ($\alpha = 1,94\%$, statistique-*t* = 5,72) pour la période de 12 mois. Pour les périodes de 24 et 36 mois, les rendements anormaux sont de 1,72% (statistique-*t* = 6,12) et 1,78% (statistique-*t* = 5,98), respectivement. D'après ces résultats, nous pouvons dire que le marché réagit positivement sur un horizon de 12, 24 et 36 mois suite à l'annonce de programmes de rachats d'actions ordinaires par les entreprises canadiennes. Pour la période de 1989 à 1997, Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) calculent un rendement anormal positif de 0,59% (statistique-*t* = 4,11) sur un horizon de 36 mois.

Les résultats obtenus au tableau 10, montrent que le coefficient de détermination du modèle de Fama et French (1993) durant les douze premiers mois a atteint 44,54% (R^2 ajusté). Durant les horizons de 24 et 36 mois, le coefficient de détermination a atteint 53,45% et 50,19% respectivement.

Par ailleurs, selon les résultats du tableau 10, nous constatons que le coefficient de risque du facteur taille relatif au modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) est positif de 1,1922 (statistique-*t* = 5,72) pour la période de 12 mois, statistiquement différent de zéro au seuil de 1%. Durant les horizons temporels de 24 et 36 mois, ce coefficient est de 1,0587 (statistique-*t* = 5,72) et 1,0405 (statistique-*t* = 3,52) statistiquement significatif au seuil de 1%, respectivement. Ceci nous permet de constater que les entreprises annonçant des programmes de rachats d'actions ordinaires sont donc,

en moyenne de petite taille. Le coefficient de risque du ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” est de 0,0987 statistiquement significatif au niveau de 10% (statistique- $t = 2,03$) sur la période de 12 mois, alors que pour les périodes de 24 et 36 mois, ce coefficient est de 0,1025 statistiquement significatif au niveau de 10% (statistique- $t = 2,03$) et 0,1238 statistiquement significatif au niveau de 5% (statistique- $t = 2,03$), respectivement. Ces résultats permettent de dire que les entreprises annonçant des programmes de rachats d’actions sont donc de petite taille et de valeur.

Afin de vérifier la robustesse des résultats du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993), nous analysons la performance suite à l’annonce de programmes de rachats d’actions calculées par le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997). Le tableau 11 montre que les rendements anormaux calculés selon le modèle de Carhart sont positifs et statistiquement différents de zéro au seuil de 1%, ($\alpha = 1,29\%$, statistique- $t = 4,53$) pour la période de 12 mois. Pour les périodes de 24 et 36 mois, les rendements anormaux sont de 1,12% (statistique- $t = 4,65$) et 1,14% (statistique- $t = 4,44$), respectivement. Nous confirmons donc les résultats déjà observés avec le modèle de Fama et French (1993). Notons toutefois que le rendement annuel observé avec le modèle de Carhart (1997) est inférieur à celui calculé par le modèle de Fama et French (1993). Par ailleurs, nous constatons que le R^2 ajusté est de 70,3% pour la période de 36 mois et que le coefficient du facteur *momentum* est statistiquement significatif au seuil de 1% pour les horizons de 12, 24 et 36 mois.

D’après le tableau 11, nous constatons que le coefficient de risque du facteur taille relatif au modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) est de 0,9242 (statistique- $t = 4,02$) pour la période de 12 mois, statistiquement significatif au seuil de 1%. Durant les horizons temporels de 24 et 36 mois, ce coefficient est de 0,8125 (statistique- $t = 3,66$) et 0,7771 (statistique- $t = 3,23$) statistiquement significatifs au seuil de 1%, respectivement. Le coefficient de risque du facteur “valeur comptable / valeur marchande des actifs” est de 0,2566 (statistique- $t = 4,07$) pour la période de 12 mois, statistiquement significatif au seuil de 1%. Durant les horizons temporels de 24 et 36 mois, ce coefficient est de 0,2476 (statistique- $t = 4,75$) et 0,2790 (statistique- $t = 4,72$) statistiquement significatif au seuil de 1%, respectivement. Ceci confirme les résultats trouvés avec le modèle à trois facteurs de

Fama et French (1993) et qui montrent que les entreprises qui annoncent des programmes de rachats d'actions ordinaires sont donc de petite taille et de valeur.

Ainsi, nous pouvons conclure que le rendement des titres est influencé par des facteurs de risque autres que celle du marché. Selon Fama et French (1996), le rendement des titres doit être expliqué non seulement par le risque de marché, comme le prévoit le modèle d'équilibre des actifs financiers (ou CAPM), mais aussi par deux autres facteurs de risque, le premier lié à la taille des entreprises et le second est lié au ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs". Le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) a été construit de manière à capturer les différents types de risque. Autrement dit, ce modèle permet de calculer la différence de rendements entre les titres d'entreprises formés sur la base de la taille et sur la base du ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs". Ceci dit, la méthodologie de type calendaire, nous permet d'obtenir des tests statistiques plus puissants.

TABLEAU 10 : RÉGRESSION DES RENDEMENTS DES TITRES PAR LE MODÈLE DE FAMA ET FRENCH (1993).

Nous estimons le rendement anormal sur les horizons temporels de 12, 24 et 36 mois suivant la date d'annonce des programmes de rachats d'actions ordinaires pour l'échantillon composé de 990 entreprises canadiennes à travers la période d'étude de janvier 1999 à décembre 2004. Nous calculons les rendements anormaux mensuels des titres suivant l'approche en temps calendaire. Nous régressons les rendements anormaux mensuels en utilisant le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993).

Modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) : $R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + e_{p,t}$.

La variable dépendante de cette régression ($R_{p,t} - R_{f,t}$) correspond aux rendements excédentaires d'un portefeuille mensuel des titres et le taux sans risque calculé sur les bons des trésors dont l'échéance est de 91 jours du gouvernement canadien.

Les variables explicatives SMB_t , HML_t sont des portefeuilles à investissement nul, construits de manière à répliquer les facteurs de risque à l'ensemble des titres.

Les coefficients de sensibilité à ces facteurs s_p , h_p et γ_p s'estiment par une régression temporelle sur la période calendaire.

Les statistiques- t pour chaque paramètre sont représentés entre parenthèse. On va prendre l'hypothèse que le bêta du marché soit égal à 1.

Modèle à trois facteurs de Fama et French (1993)					
Horizon temporel	α_p (%)	$R_m - R_{f,t}$	SMB_t	HML_t	R ² ajusté
12 mois	1,94*** (5,72)	-0,005** (-2,33)	1,1922*** (4,26)	0,0987* (1,64)	0,4454
24 mois	1,72*** (6,12)	-0,0041* (-1,72)	1,0587*** (3,81)	0,1025* (1,90)	0,5345
36 mois	1,78*** (5,98)	-0,004 (-1,62)	1,0405*** (3,52)	0,1238** (2,03)	0,5019

* significatif au niveau 10%

** significatif au niveau 5%

*** significatif au niveau 1%

4.2.1 Explication de la performance à long terme des rachats d'actions

Dans cette section, nous tentons de trouver une explication au comportement à long terme des programmes de rachats d'actions ordinaires. Ainsi, nous procédons à une analyse de la performance sur un horizon de (0; 36) mois calculé avec le rendement anormal cumulé moyen par facteur⁶.

Le tableau 12, donne un aperçu sur les rendements anormaux cumulés à long terme des entreprises canadiennes sur un horizon de 36 mois selon le facteur taille, le ratio "valeur comptable / valeur marchande des actifs" et les industries.

- Explication de la performance à long terme selon le facteur taille

Plusieurs études examinent la relation entre la taille de l'entreprise et sa performance à long terme suite à l'annonce de programmes de rachats d'actions. Fama et French (1992) constatent qu'il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise et les rendements des titres à long terme. Ceci montre que la contre performance des programmes de rachats d'actions touche essentiellement les entreprises de grande taille. Nous vérifions cette relation dans notre travail.

Les résultats du tableau 12 montrent qu'il existe une relation positive entre les entreprises de petite taille et les rendements des titres à long terme. Par exemple, les entreprises de quartiles "taille" 3 et 4 ont une performance de -1,853% statistiquement significative au seuil de 10% (statistique- $t = -1,76$) et -0,773% statistiquement significative au seuil de 1% (statistique- $t = -2,76$), respectivement. Par contre, les entreprises de quartiles "taille" 1 et 2 ont une performance anormale de 0,971% (statistique- $t = 1,30$) et 0,062% (statistique- $t = 0,09$), respectivement. Par ailleurs, nous remarquons que les rendements anormaux décroissent du quartile 1 au quartile 4. Ceci, nous permet de dire que l'effet de taille sur les rendements est essentiellement imputable aux entreprises dont la capitalisation boursière est petite.

⁶ Dans l'ensemble, les résultats ne changent pas si on considère l'alpha de Fama et French (1993) comme mesure de rendement anormal au lieu du RAC (0; 36) mois.

- Explication de la performance à long terme selon le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs”

Plusieurs études examinent la relation entre la performance à long terme des titres suite à l’annonce de programmes de rachats d’actions et leur ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs”. Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) constatent que les entreprises dont le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” les plus élevés, ont des rendements anormaux supérieurs suite à l’annonce de programmes de rachats d’actions. Nous vérifions cette relation dans notre travail.

Les résultats du tableau 12 montrent que les entreprises dont le de ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” les plus élevés ont une performance anormale plus élevée que les entreprises dont le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” les plus faibles. Par exemple, les entreprises de quartile 4, ont une performance anormale de 1,711% statistiquement significative au seuil de 5% (statistique- $t = 2,23$). Alors que, les entreprises dont le ratio “valeur comptable / valeur marchande des actifs” de quartile 1, ont une performance anormale de -2,466% statistiquement significative au seuil de 5% (statistique- $t = -2,42$). Par ailleurs, les entreprises de quartiles 3 et 4 ne confirment pas cette relation. Cette différence au niveau des performances, n’est pas si évidente pour les quartiles 3 et 4. Nous confirmons dans l’ensemble les résultats d’Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000). Autrement dit, les entreprises de croissance qui rachètent leurs actions sous performant par rapport aux entreprises de valeur.

- Explication de la performance à long terme selon les industries

Le tableau 12, présente une segmentation par industries des entreprises canadiennes de notre échantillon d’étude. Nous constatons que la performance à long terme des titres d’entreprises canadiennes qui annoncent des programmes de rachats d’actions ordinaires varie considérablement d’un secteur à un autre. Ainsi par exemple, le secteur des administrations publiques présente une performance positive de 9,778% mais non statistiquement significative (statistique- $t = 1,15$) par rapport aux autres secteurs, notamment de transport, communication et utilité, mines et fabrication, au cours des 36 mois suivant la date d’annonce des programmes de rachats d’actions ordinaires. Le secteur qui présente la performance la plus faible est celui du commerce de détail qui a

une performance anormale de -1,459% (statistique- $t = -2,11$). Grullon et Michaely (2002) constatent que le marché réagit plus favorablement avec les entreprises qui utilisent les programmes de rachats d'actions pour réduire le risque d'investissement dans des projets non rentables. Le marché financier de son côté, utilise les rachats d'actions afin de libérer les fonds des secteurs économiques moins actifs vers les secteurs économiques les plus actifs et plus prometteurs.

Dans l'ensemble, nous pouvons conclure que la contre-performance des entreprises qui annoncent des rachats d'actions touche essentiellement les entreprises de croissance et celle qui appartiennent aux industries de commerce de détail et des services.

TABLEAU 11 : RÉGRESSION DES RENDEMENTS DES TITRES PAR LE MODÈLE DE CARHART (1997).

Nous estimons le rendement anormal sur les horizons temporels de 12, 24 et 36 mois suivant la date d'annonce de programmes de rachats d'actions ordinaires pour l'échantillon composé de 990 entreprises canadiennes à travers la période d'étude de janvier 1999 à décembre 2004. Nous calculons les rendements anormaux mensuels des titres suivant l'approche en temps calendaire. Nous régressons les rendements anormaux mensuels en utilisant le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997).

Modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) : $R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_{f,t}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + \gamma_p Mom_t + e_{p,t}$.

La variable dépendante de cette régression ($R_{p,t} - R_{f,t}$) correspond aux rendements excédentaires d'un portefeuille mensuel de titres et le taux sans risque calculé sur les bons des trésors dont l'échéance est de 91 jours du gouvernement canadien.

Les variables explicatives SMB_t , HML_t et Mom_t sont des portefeuilles à investissement nul, construits de manière à répliquer les facteurs de risque à l'ensemble des titres. Les coefficients de sensibilité à ces facteurs s_p , h_p et γ_p s'estiment par une régression temporelle sur la période calendaire.

Les statistiques- t pour chaque paramètre sont représentés entre parenthèse. On va prendre l'hypothèse que le bêta du marché soit égal à 1.

Modèle à quatre facteurs de Carhart (1997)						
Horizon temporel	α_p (%)	$R_m - R_{f,t}$	SMB_t	HML_t	Mom_t	R ² ajusté
12 mois	1,29*** (4, 53)	-0,001 (-0, 57)	0,9242*** (4, 02)	0,2566*** (4, 07)	0,4254*** (6, 25)	0,6427
24 mois	1,12*** (4, 65)	-0,0000 (-0, 03)	0,8125*** (3, 66)	0,2476*** (4, 75)	0,3908*** (6, 54)	0,7261
36 mois	1,14*** (4, 44)	0,04 (0, 20)	0,7771*** (3, 23)	0,279*** (4,72)	0,4181*** (6, 34)	0,7030

* significatif au niveau 10%

** significatif au niveau 5%

*** significatif au niveau 1%

TABLEAU 12 : PERFORMANCE À LONG TERME SELON LES FACTEURS

Ce tableau présente la performance à long terme des entreprises canadiennes de notre échantillon selon la taille, le ratio "valeur comptable/ valeur marchande des actifs" et les industries pour la période de 1999-2004. Les statistiques-*t* pour chaque paramètre sont représentés entre parenthèses.

Facteurs :	RAC (0; 36) en %
Industries:	
	0,569 (0,96)
Industries minières :	
	-1,313 (-1,55)
Industries de construction :	
	0,065 (0,12)
Industries de fabrication :	
	0,642 (0,38)
Transport, Communication et Utilitaires :	
	-0,317 (-0,22)
Industries de vente en gros :	
	-1,459** (-2,11)
Commerce de détail :	
	-1,123 (-0,9)
Finances, Assurances et agences immobilières:	
	-1,117** (-2,21)
Industries des services:	
	9,778 (1,15)
Administration publique :	
	9,778 (1,15)
Performance selon la Taille:	
Quartile 1 (bas).	0,971 (1,3)
Quartile 2	0,062 (0,09)
Quartile 3	-1,853* (-1,76)
Quartile 4 (haut).	-0,773*** (-2,76)
Performance selon le ratio "valeur comptable / valeur marchande des actif" (VC/VM) :	
Quartile 1 (bas)	-2,466** (-2,42)
Quartile 2	-0,402 (-1,44)
Quartile 3	-0,438 (-0,61)
Quartile 4 (haut)	1,711** (2,23)

* significatif au niveau 10%

** significatif au niveau 5%

*** significatif au niveau 1%

CONCLUSION

L'objectif de cette étude est d'analyser la performance des titres à court et à moyen terme suite à l'annonce de programmes de rachats d'actions ordinaires par les entreprises canadiennes.

Dans un premier volet, nous examinons les programmes de rachats d'actions au Canada versus la distribution des dividendes. Notre analyse révèle que l'activité de rachats d'actions ordinaires au Canada, a connu une profonde transformation durant les 19 dernières années.

Dans un deuxième volet, nous mesurons la performance à court, moyen et long terme des entreprises canadiennes qui annoncent des programmes de rachats d'actions. Notre échantillon se compose de 990 annonces de programmes de rachats d'actions ordinaires dans le court normal des activités pour la période de 1999 à 2004. Nous utilisons également deux approches de calculs : l'approche en temps événementiel et l'approche en temps calendaire.

Les résultats de la performance à court terme des titres d'entreprises canadiennes de notre échantillon évalué avec la méthode des rendements anormaux cumulés (approche en temps événementiel) montrent une performance anormale positive de 0,89% et statistiquement significative au niveau de 5% (statistique- $t = 2,79$) sur un horizon temporel de (0; 2) jours. Par contre, sur un horizon de (0; 20) jours, les entreprises engendrent une performance anormale négative de -0,38% (statistique- $t = -1,67$).

Pour estimer la performance des titres des entreprises canadiennes à long terme, nous utilisons la méthode des rendements anormaux cumulés ainsi que le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) et le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) (approche en temps calendaire).

Avec la méthode des rendements anormaux cumulés, nous calculons une performance anormale négative de -2,13% (statistique- $t = -1,18$) et -3,25% (statistique- $t = -1,55$) pour la première et la deuxième année suivant la date d'annonce, respectivement. Par contre, pour la troisième année, on observe une performance anormale positive de 0,37%

(statistique- $t = 0,66$). Toutefois, en estimant la performance des titres avec le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) (approche en temps calendaire) sur un horizon de 36 mois suivant la date d'annonce, on constate un rendement anormal positif de 1,78% significativement différent de zéro (statistique- $t = 5,98$). Sur la base de ces résultats nous pouvons ainsi rejeter l'hypothèse de l'efficacité des marchés.

Pour comprendre ce comportement anormal à long terme, nous analysons la performance de 36 mois selon plusieurs facteurs, tels que la taille, le ratio "valeur comptable sur valeur marchande des actifs" et selon les industries. Notre analyse montre que la contre-performance des entreprises qui annoncent des programmes de rachats d'actions touche essentiellement les entreprises de croissance et celle qui appartiennent aux industries de commerce de détail et des services.

En analysant les programmes de rachats d'actions au Canada, nous avons constaté que ces derniers sont de plus en plus utilisés par les entreprises canadiennes comme moyen de distribution des flux résiduels. Grullon et Michaely (2002) observent la même chose aux États-Unis et retiennent l'hypothèse de substitution de dividendes par les rachats d'actions pour expliquer l'augmentation de ces derniers au cours des années 1990. Comme avenue de recherche, il serait intéressant de vérifier cette hypothèse dans le contexte canadien. Il serait également intéressant de tester la robustesse de nos résultats sur la performance financière en mesurant la performance opérationnelle des entreprises qui annoncent des rachats d'actions et de tenter d'expliquer encore plus leurs comportements.

BIBLIOGRAPHIE

- André, P., Kooli, M et J.F. L'Her. 2004. «The long-run performance of mergers and acquisitions: evidence from the Canadian stock market». *Financial Management*, 33 (4), p.27-43.
- Barclay, M et C. Smith. 1988. «Corporate payout policy: cash dividends versus open-market repurchases», *Journal of Financial Economics*, 22, p.61-82.
- Barber, B et J. Lyon. 1997. «Detecting long-run abnormal stock return: the empirical power and specification of test statistics», *Journal of Financial Economics*, 43, p.341-372.
- Berle, A.A et G. C. Means. 1932. «The modern corporation and private property», *Annals of the American academy of political and social science*, 169, p.214-215.
- Bhattacharya, S. 1979. «Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy». *The Journal of Economics*, 10 (1), p.259-270.
- Black, F. 1976. «The pricing of commodity contracts», *Journal of Financial Economics*, 3, p.167-179.
- Brennan, M.J et A.V. Thakor. 1990. «Shareholder preferences and dividend policy». *Journal of Finance*, 45 (4), p.993-1019.
- Canina, L., Michaely, R., Thaler, R et K. Womack. 1998. «Caveat compounded: a working about using the daily CRSP equal-weighted index to compute long-run excess returns», *Journal of Finance*, 53, p.403-416.
- Carhart, M.M. 1997. «On persistence in mutual fund performance», *Journal of Finance*, 52(1), p.57-82.
- Comment, R. et G.A. Jarrell. 1991. «The relative signalling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open market share repurchases», *Journal of Finance*, 46 (4), p.1243-1271.
- Chopra, N., Lakonishok, J. et J.R. Ritter. 1992. « Measuring abnormal performance : Do stock overreact of corporate payout policies ». *Journal of Financial Economics*, 31, p.235-268.
- Desrosier, S., L'Her, J.F et L. Sauriol. 2004. «Les SEO : bon ou mauvais présage A long terme», *Revue Canadienne d'investissement*, Hiver, p.5-9.
- Dittmar, A.K. 2000. «Why do firms repurchase stock? ». *Journal of Business*, 73 (3), p.331-355.
- Denis, D.J et D.K. Denis. 1993. « Managerial discretion, organizational structure, and corporate finance: A study of leverage recapitalizations ». *Journal of Accounting and Economics*, 16, p.209-236.

- De Jong, A., Van Dijk, R et C. Veld. 2001. «The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on a new research design». *Working Paper*, Tilburg University, p.1-42.
- De Angelo, H., De Angelo, L et D. Skinner. 2000. « Special dividends and the evolution of dividend signalling ». *Working paper*, University of Southern California, p. 1-36.
- Dereeper, S et F. Romon. 2003. «L'utilisation des programmes des rachats d'actions en France». *Working paper*, Université d'Artois et Université de Valenciennes, p.1-37.
- Easterbrook, F. 1984. «Two-agency cost explanations of dividends». *American Economic Review*, 74 (4), p.650-659.
- Elton, E et M. Gruber. 1968. «The effect of share repurchase on the value of the Firm ». *Journal of Finance*, 23 (1), p.135-149.
- Fama, E.F., 1972. « Components of investment performance ». *Journal of Financial Economics*, 27(3), p. 551-567.
- Fama, E. et K. French. 1993. «Common risk factors in the returns on stocks and bonds ». *Journal of Financial Economics*, 33, p.3-56.
- Fama, E. et K. French. 1995. «Size and book-to-market factors in earnings and returns». *Journal of Finance*, 50 (6), p.131-155.
- Fama, E et K. French. 1996. «Multifactor explanations of asset pricing anomalies». *Journal of Finance*, 51(1), p. 55-84.
- Fama, E.F., 1998. « Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance ». *Journal of Financial Economics*, 49, p. 283-306.
- Fama, E et K. French. 1998. «Value versus Growth: the international evidence». *Journal of finance*, 53(6), p.1975-1999.
- Fama, E et K. French. 2001. «Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? », *Journal of Financial Economics*, 60, p.3-44.
- Fenn, G.W et N. Liang. 2001. «Corporate payout policy and managerial stock incentives», *Journal of Financial Economics*, 60(1), p.45-72.
- Grullon, G et D. Ikenberry. 2000. «What do we now about Stock repurchases? ». *Journal of Applied Corporate Finances*, 13(1), p.31-51.
- Grullon, G et R. Michaely. 2002. «Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis». *Journal of Finance*, 2(4), p.1649-1683.
- Grullon, G et R. Michaely. 2004. «The information content of share repurchases programs». *Journal of Finance*, 59, p.651-680.

- Gingler, E et J.F.L'Her. 2002. «Ownership structure and open market stock repurchases in France». *Working Paper*, IRG, University de Paris XII, p.1-21.
- Hamon, J., 1997. «Le rachat d'action: une politique de valorisation des actions», *Cahier du CEREG n° 9802*, Université de Paris IX Dauphine, p. 1-19.
- Howe, K.M., He, J et G.W. Kao. 1992. «One-time cash flow announcements and “free cash flow” theory: share repurchase and special dividends», *Journal of Finance*, 5, p.1963-1975.
- Ikenberry, D et J. Lakonishok. 1993. «Corporate governance through the proxy contest: evidence and implications». *Journal of Business*, 66(3), p.405-435.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J et T. Vermaelen. 1995. «The underreaction to open market share repurchases». *Journal of Financial Economics*, 39, p.181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J et T. Vermaelen. 2000. « Stock Repurchase in Canada: Performance and Strategic Trading ». *Journal of Finance*, 55(5), p. 2373-2397.
- Ikenberry, D et T. Vermaelen. 1996. «The option to repurchase stock». *Financial Management*, 25(4), p.9-24.
- Jensen, M.C. 1986. «Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers». *The American Economic Review*, 76(2), p.323-329.
- Jagannathan, M., Stephens, C et M. Weisbach. 2000. « Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases ». *Journal of Financial Economics*, 57(3), p. 355-384.
- Kothari, S.P et J.B. Warner. 1997. «Evaluating mutual fund performance», *Working Paper*, Massachusetts Institute of Technology, p.1-44.
- Lakonishok, J et T. Vermaelen. 1990. « Anomalous price behavior around repurchase tender offers ». *Journal of Finance*, 45, p.455-477.
- Lambert, R., Lanen, W et D. Larcker. 1989. «Executive stock option plans corporate dividend policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), p.409-425.
- Lamba, A et I. Ramsay. 2000. «Share buy-back: An empirical investigation». *Working Paper*, the University of Melbourne, p. 1-34.
- La Porta, R., Lopez-de-Salines, F., Shleifer, A et R. Vishny. 2000. «Agency problems and dividend policies around the world». *Journal of Finance*, 55, p.1-33.
- Lasfer, M.A. 2000. « Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? ». *Journal of Corporate Finance*, 6, p.71-110.
- Lease, R.C., Lewellen, W.G et G.C. Schlarbaum. 1976. «Market segmentation», *Financial Analyst Journal*, 32(5), p.53-60.

- Lie, E. 2000. «Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash disbursements», *The Review of Financial Studies*, 13(1), p.219-247.
- Loughram, T et J. Ritter. 1995. « The New Issue Puzzle », *Journal of Finance*, 50, p.23-51.
- L'Her, J.F., Masmoudi, T et J.M. Suret. 2002. « Effet taille et book to market au Canada ». *Revue Canadienne d'investissement*, Été, p.6-14.
- Li, K et W. McNelly. 1999. «Information signalling or agency conflict: What explain Canadian open market share repurchases? ». *Working Paper*, University of British Columbia, p. 1-39.
- Li, K et W. McNelly. 1999. «Open Market versus Tender Offer Share Repurchases: A Conditional Event Study». *Working Paper*, University of British Columbia, p. 1-32.
- Lyon, B., Barber, J et C.L. Tsai. 1999. «Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns», *Journal of Finance*, 54, p.165-202.
- Miller, M et K. Rock. 1985. «Dividend Policy under Asymmetric Information». *Journal of Finance*, 40(4), p.1031-1051.
- Mitchell, M.L et E. Stafford. 2000. « Managerial decisions and long-term stock price performance ». *Journal of Business*, 73, p.287-320.
- Nohel, T et V. Tarhan. 1998. « Share repurchases and firm performance : new evidence on the agency costs of free cash flow ». *Journal of Financial Economics*, 49(2), p. 187-222.
- Oswald, D et S. Young. 2002. «What Role Taxes Regulation? A Second Look at Open Market Share Repurchase Activity in the United Kingdom». *Working Paper*, London Business School, p.1-40.
- Rau, P.R et T. Vermaelen. 2002. «Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom». *Journal of Business*, 75(2), p. 245-282.
- Ritter, J., 1991. « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings », *Journal of finance*, 46(1), p.3-27.
- Shefrin, H.M. et M. Statman. 1984. «Explaining investor preference for cash dividends», *Journal of Financial Economics*, 1, p.253-282.
- Stephens, C et M. S. Weisbach. 1998. «Actual Share Reacquisition in Open-Market Repurchase Program». *Journal of Finance*, 53(1), p. 313-333.
- Vermaelen, T. 1981. «Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study». *Journal of Financial Economics*, 9, p. 139-183.

Zhang, H. 2004. «Share Price Performance Following Actual Share Repurchases». *Working Paper*, the Chinese University of Hong Kong, p.1-15.