

LES RACHATS D' ACTIONS REGULENT-ILS LE MARCHE ? **Cas de la Bourse de Tunis**

Jamel E. HENCHIRI*
Enseignant - chercheur
Institut Supérieur de Gestion de GABES
Rue Jilani Lahbib 6000 GABES, TUNISIE
Tel. 75 272 280

Résumé :

Ce papier étudie le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées à la Bourse de Tunis. Il examine, tout d'abord, les particularités de cette pratique. Il présente ensuite l'évolution de la loi tunisienne dans ce domaine avec le passage de l'interdiction à la permission sous conditions. Plus du tiers des sociétés cotées à la Bourse ont ainsi annoncé leur décision d'utiliser cette technique. Ce sont essentiellement des valeurs du premier marché et de faibles capitalisations. Enfin, cette étude analyse le comportement du marché tunisien face à cette pratique. Elle met ainsi en évidence des rentabilités anormales cumulées positives suite à la décision de rachat pour la plupart des titres concernés. Dans tous les cas étudiés, ces rentabilités faiblissent avec le temps et confirment l'effet conjoncturel de ces opérations.

(Mars 2004)

Mots clés : Rachats d'actions, réaction du marché, rentabilité anormale.

Do share repurchase regulate the market? **Tunisian Stock Exchange case**

Abstracts:

This paper studies the repurchase of their own shares by companies quoted to the Tunis stock exchange. It examines, first of all, the peculiarities of this practice. It presents then the evolution of the Tunisian law in this domain with the passage of the ban to the permission under conditions. More third of the quoted corporations to the stock Market announced their decision to use this technique. This are essentially stocks of the first market and of weak capitalization. At last, this study analyzes the behavior of the Tunisian market facing these practices. It puts thus in evidence of positive cumulative abnormal returns after repurchase decision of mostly concerned firms. In any case studied, these return weaken with the time and confirming temporary effect of these operations.

(March 2004)

Key words: share repurchases, market reaction, abnormal return.

Je tiens à remercier MM. A. Gar de Amen Invest pour ses conseils et S. Hammami du CMF pour sa précieuse aide. Les erreurs pouvant figurer dans cette étude ne peuvent être attribuées qu'à l'auteur.

* Jamel.Henchiri@isggb.rnu.tn et jamelhenchiri@yahoo.fr

LES RACHATS D'ACTIONNÉS RÉGULENT-ILS LE MARCHÉ ? **Cas de la Bourse de Tunis**

Résumé :

Ce papier étudie le rachat de leurs propres actions par les sociétés cotées à la Bourse de Tunis. Il examine, tout d'abord, les particularités de cette pratique. Il présente ensuite l'évolution de la loi tunisienne dans ce domaine avec le passage de l'interdiction à la permission sous conditions. Plus du tiers des sociétés cotées à la Bourse ont ainsi annoncé leur décision d'utiliser cette technique. Ce sont essentiellement des valeurs du premier marché et de faibles capitalisations.

Enfin, cette étude analyse le comportement du marché tunisien face à cette pratique. Elle met ainsi en évidence des rentabilités anormales cumulées positives suite à la décision de rachat pour la plupart des titres concernés. Dans tous les cas étudiés, ces rentabilités faiblissent avec le temps et confirment l'effet conjoncturel de ces opérations.

(Mars 2004)

Mots clés : Rachats d'actions, réaction du marché, rentabilité anormale.

Do share repurchase regulate the market? **Tunisian Stock Exchange case**

Abstracts:

This paper studies the repurchase of their own shares by companies quoted to the Tunis stock exchange. It examines, first of all, the peculiarities of this practice. It presents then the evolution of the Tunisian law in this domain with the passage of the ban to the permission under conditions. More third of the quoted corporations to the stock Market announced their decision to use this technique. This are essentially stocks of the first market and of weak capitalization.

At last, this study analyzes the behavior of the Tunisian market facing these practices. It puts thus in evidence of positive cumulative abnormal returns after repurchase decision of mostly concerned firms. In any case studied, these return weaken with the time and confirming temporary effect of these operations.

(March 2004)

Key words: share repurchases, market reaction, abnormal return.

Introduction :

Depuis le 17 août 1999, les sociétés admises à la cote de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) sont autorisées par la loi 99-92 dans son article 19 nouveau à racheter les actions qu'elles émettent dans le but unique de réguler leurs cours sur le marché. Or, entre cette date et le 11 septembre 2001 (soit plus de 2 ans), seules trois sociétés cotées ont demandé l'autorisation à leurs actionnaires pour utiliser cette technique alors que depuis, on en dénombre 14. On remarque donc une accélération des autorisations de rachats par les sociétés cotées à la Bourse de Tunis de leurs propres actions, la crise boursière actuelle semble avoir réellement lancé cette pratique innovante.

S'agit-il d'un mouvement conjoncturel ou plutôt d'un phénomène plus profond ?

Notre étude a pour objectif d'analyser les conséquences réelles des rachats lancés sur la Bourse de Tunis. En effet, une première étude¹ faisait apparaître l'absence de réaction des investisseurs qui ne semblent pas être convaincu de l'apport positif de cette technique notamment grâce à l'amélioration potentielle de la liquidité et un retour de la confiance vis à vis de l'évaluation de la valeur. A priori, la théorie du signal ne propose pas une explication satisfaisante dans ce cas puisqu'elle stipule que cette information stratégique délivrée au marché devrait améliorer les cours et soutenir la liquidité. Un certain nombre d'experts de la place fondaient beaucoup d'espoirs sur la relance de la BVMT grâce à la multiplication des autorisations de rachats, ceci ne semble pas se confirmer. Pire, des professionnels remarquent une désaffection des investisseurs pour ces valeurs redoutant une restructuration du capital ou d'autres opérations élevant le risque du titre. Même si cette technique est très récente pour la Bourse de Tunis, une première étude est indispensable afin de mieux observer ces réactions du marché.

Ce papier est divisé en quatre parties : tout d'abord, nous présentons le rôle des rachats d'actions propres en général et pour la Tunisie en particulier suivi d'un aperçu de la littérature. Ensuite nous décrivons les tests statistiques avec les échantillons utilisés dans nos études empiriques avant de présenter les hypothèses et les méthodologies. Enfin, les résultats sont interprétés et les premières conclusions tirées.

I/ Politique de distribution, dividendes et rachat d'actions :

I-1/ Définition :

Le rachat par la société de ses propres actions a été souvent présenté comme une mesure préventive de défense contre une OPA dans le cadre de l'auto détention. C'est aussi depuis longtemps une pratique courante sur les places anglo-saxonnes afin de créer de la valeur pour les actionnaires. En effet, si le prix d'achat est avantageux et les actions annulées, le rachat d'actions par un effet relatif améliore mécaniquement le bénéfice par action.

C'est aussi une technique utilisée lors des crises boursières afin de stabiliser les cours mais qui n'a pas donné les résultats² escomptés par les dirigeants car les insiders n'ont jamais été capables de prévoir la baisse des cours et leurs ampleurs.

C'est enfin une alternative à la distribution de cash aux actionnaires par les dividendes. Dans ce cas, il n'implique pas d'engagement de versements futurs, il est plus flexible, plus ciblé et dans certain pays plus avantageux fiscalement.

Sachant par ailleurs que les fonds propres ont un coût (mesuré par la rentabilité des actions, dividendes et plus values, du secteur ou du marché) plus élevé que les dettes, l'entreprise doit investir ses cash flows dans des projets ayant une rentabilité optimale quitte à rembourser ses

¹ voir HENCHIRI (2003)

² voit notamment Netter et Mitchell (1989) et Seyhun (1990)

actionnaires sous forme de dividendes exceptionnels ou de rachats d'actions. Elle crée par conséquent de la valeur pour ses actionnaires, ce qui est convergent avec les objectifs d'une gouvernance efficace.

En réalité, le rachat d'actions est une des stratégies financières de financement mais aussi de contrôle de l'entreprise. C'est une technique utilisée par les dirigeants pour optimiser les ressources financières de l'entreprise. En effet, une société en bonne santé peut acheter ses propres actions tout d'abord pour les annuler, il s'agit donc d'une réduction de capital non motivée par des pertes mais plutôt une technique de distribution exceptionnelle de cash aux actionnaires qui le désirent. Ensuite elle peut aussi racheter ses propres actions pour les attribuer dans le cadre de l'épargne salariale ou de plans d'options d'achat ou bien pour les échanger lors d'une opération d'acquisition. Enfin, la société peut les conserver et les revendre ultérieurement. Il s'agit alors soit d'un rachat pour réguler le cours de Bourse et c'est un signal fort qu'elle émet au marché, soit plus largement d'un rachat opportuniste permettant à la société de réaliser un investissement profitable en valeurs mobilières. On a ainsi élargi la notion de régulation pour éviter l'ambiguïté de cette notion. En effet, même si la régulation est devenue un principe de base de tout marché, notamment dans le cadre du mouvement de gouvernement d'entreprises, elle est souvent critiquée. En effet, la frontière est mince entre régulation et manipulation. Pour cela le rachat doit se passer dans un certain cadre légal afin de lui donner une légitimité et ceci grâce à l'application de règlements stricts (un seul intermédiaire, volume quotidien limité à 25% de la moyenne des transactions sur une période définie, ne pas intervenir à l'ouverture ni à la clôture ou pendant une opération sur le capital, le prix est compris dans une fourchette, un registre des opérations est tenu ...).

Par ailleurs, la gestion des fonds propres a des répercussions non seulement sur la structure du capital mais aussi sur la géographie de l'actionariat. En effet, le rachat renforce la position des actionnaires non-vendeurs et particulièrement les dirigeants. Cette décision est donc souvent préparée par le dirigeant et certains actionnaires. En effet, les actions rachetées, qu'elles soient annulées ou non, augmentent la part des droits de vote des actionnaires en place et leur permettent de réaliser une bonne opération de contrôle du capital.

Parallèlement cette technique optimise l'épargne nationale en permettant une meilleure allocation du capital dans l'économie productive ce qui est très utile pour les pays émergents.

La loi française du 24/7/1966³ à partir de laquelle s'est inspirée notamment la loi 99-92 en Tunisie préconisait le principe d'interdiction des rachats d'actions émises afin de maintenir l'intégrité du capital social, considéré comme le gage des créanciers, et l'égalité des actionnaires. Deux dérogations sont toutefois prévues : le rachat en vue d'une réduction de capital non motivée par des pertes et le rachat pour régularisation des cours. Ces dérogations sont fortement encadrées. Mais cette loi a vite montré ses limites puisqu'elle ne permettait pas véritablement de gérer les fonds propres comme c'était la tradition aux Etats-Unis. Elle était souvent contournée.

La réforme du 2 juillet 1998, inspirée des recommandations du rapport Esambert et de la directive européenne 77/91 du 13/12/1976, a adopté l'optique anglo-saxonne. Un principe général d'autorisation (limité à 10% du capital) a été substitué au principe d'interdiction avec dérogations. Les motifs de rachats ont été élargis et l'obligation de transactions en contretendance a laissé la place à la liberté des transactions selon la situation du marché. En effet, la régularisation du cours signifie des achats et des ventes pour assurer une certaine liquidité afin d'éviter les fluctuations de cours excessives et le blocage du marché. La société achète donc ses titres quand leur prix baisse et les vend dans les phases de hausse des cours. Elle peut réaliser

³ Art. 217 et suivants du code des sociétés.

ainsi des plus ou moins values⁴. Mais la pratique, observé dans le rapport Esambert, a montré que ce mécanisme a servi surtout pour soutenir le cours dans les moments de faiblesse. La procédure a donc été simplifiée mais demeure encadrée. Cette démarche est par contre plus exigeante en terme de transparence et d'information. La France a ainsi suivi la pratique américaine où, depuis les années 50, les sociétés pouvaient faire fluctuer leur capital social, qui n'est qu'une partie de l'actif net c'est-à-dire l'ensemble des biens saisissables par les créanciers et donc le véritable gage de ces créanciers.

Les programmes de rachat d'actions sur le marché américain peuvent suivre plusieurs procédures :

- Le ramassage en Bourse qui sont les plus fréquentes ;
- L'offre publique de rachat (OPRA) à prix fixe qui présente une date de début de l'offre, une date d'expiration, un nombre d'actions à racheter et un prix fixe de rachat. En moyenne, la période est de 20 jours de Bourse suivant un délai de 5 séances entre l'annonce et le début de l'opération ; la prime de rachat est d'environ 20%.
- L'offre publique de rachat aux enchères à la hollandaise (Dutch-auction self tender offer) où la société propose un nombre d'actions à acheter et un intervalle de prix de rachat.
- Les offres publiques de rachat par options de vente (Tender Puts ou TPR) où la société distribue à chaque actionnaire et selon la proportion de titres détenus des droits de vente d'actions à un prix et durant une période définie. Ces puts sont négociables.

Selon Weisbenner (2001) les montants des rachats d'actions aux Etats-Unis, qui représentaient 10% des dividendes dans les années 80, ont dépassé ces paiements de dividendes dans les années 97-98. Ils ont doublé entre 1994 et 1996. selon Fama et French (2001), s'il y a globalement une baisse de la distribution aux USA, il n'y a pas de substitution entre ces différents modes de distribution puisque les sociétés qui procèdent à des rachats d'actions sont principalement aussi celles qui distribuent le plus de dividendes. Les rachats contribuent à l'efficacité des marchés puisqu'ils constituent un moyen de communication privilégié de la part des dirigeants de l'entreprise au marché. C'est aussi une opération saine économiquement puisqu'elle permet une ré-allocation optimale des ressources. Ceci a poussé la France à emboîter le pas aux américains et libéraliser sa pratique dans ce domaine. Qu'en est-il pour le cas tunisien ?

I-2/ les rachats d'actions en Tunisie :

En Tunisie, la souscription et l'achat par la société de ses propres actions sont interdits d'après l'article 88 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier. Toutefois, si la société décide la réduction⁵ de son capital non motivée par des pertes, l'AGE peut autoriser le conseil d'administration, pendant une période déterminée, à acheter un nombre d'actions en vue de les annuler.

La loi 99-92 relative à la relance du marché financier et modifiant la loi 94-117, permet aux sociétés admises à la cote de la Bourse d'acheter les actions qu'elles émettent en vue de réguler leurs cours sur le marché. On est donc passé d'un régime d'interdiction pure et simple à un régime d'interdiction avec des dérogations bien encadrées. Mais on est encore loin des standards internationaux qui autorisent cette pratique.

L'article 77 du règlement du CMF relatif à l'APE stipule « *Les interventions d'une société sur ses propres titres doivent avoir pour objet, dans l'intérêt de ses actionnaires, soit d'assurer la liquidité du marché du titre concerné, soit de réduire les fluctuations excessives de son cours, soit d'annuler ses actions* ».

A ce jour, 16 sociétés cotées (soit le tiers du marché) ont demandé l'autorisation à leur assemblées générales de recourir aux rachats d'actions pour réguler leur cours (une société en

⁴ On cite le cas à Paris d'une plus value d'environ 3,5 millions FRF réalisée en 1993 par la société Air Liquide.

⁵ Les réductions de capital sont par ailleurs très encadrés par le code des sociétés commerciales Art.307 à 313.

2000, 4 sociétés en 2001, 8 sociétés en 2002, une en 2003 et deux en 2004). On remarque la présence de seulement 4 banques dont une seule privée. Cette relative faible représentation des banques est remarquable. Contrairement à leurs homologues américaines, très friandes de cette pratique, nos banques ne semblent pas adhérer à cette démarche.

Pour l'instant l'intention de rachat existe mais l'exécution de ce programme semble difficile car cette pratique paraît relativement complexe (cas de la France avant 1998) sauf pour les restructurations. En réalité, nous avons dénombré 19 sociétés cotées, et particulièrement cinq banques qui utilisent depuis plusieurs années cette technique de rachat ; le poste « actions propres » dans les états financiers étant ainsi mouvementé.

On remarque que la majorité (14/16) font partie du premier marché ; par contre, elles sont réparties équitablement entre le continu et le fixing. Enfin, seules trois sociétés (BNDT, BNA et BH) sont contrôlées par l'Etat. (Voir tableau T1).

En outre, plusieurs études ont montré que le rachat d'actions intéresse surtout les sociétés de faible capitalisation et les moins endettées. Dans notre cas, la prédominance des faibles capitalisations est confirmée.

	sociétés	marché	Taille*	cotation
1	BNDT	PM	-	FA
2	TUN.LEAS	PM	0.82	CA
3	TUNINVEST	SM	0.27	FA
4	STEQ	PM	0.33	FA
5	STIP	PM	1.36	FA
6	SIAME	PM	1.27	CA
7	BH	PM	4.33	CA
8	GL	PM	0.54	CA
9	SIMPAR	PM	0.32	FA
10	CIL	SM	0.62	FA
11	SOTETEL	PM	2.37	CA
12	SOTRAPIL	PM	1.28	CA
13	BTEI	PM	0.69	CA
14	SOMOCER	OPV	-	FA
15	UBCI	PM	6.35	CA
16	Amen Bank	PM	3.58	FA

T-1. Liste des sociétés ayant annoncé le rachat d'actions

* : part de la capitalisation boursière totale de la BVMT au 02/07/2002 en %.

La loi 99-92 fixe la procédure de rachat. Pour cela, l'AGO doit expressément autoriser le conseil d'administration de la société à acheter et à vendre ses propres actions en Bourse. Ce conseil détermine notamment les conditions d'achat et de vente des actions sur le marché, le nombre maximum d'actions à acquérir et le délai dans lequel l'acquisition doit être effectuée.

Cette autorisation ne peut être accordée pour une durée supérieure à 3 ans et la société ne peut détenir plus de 10 % des actions déposées auprès de la STICODEVAM. La société doit disposer de réserves autres que les réserves légales et leur montant doit être au moins égal à la valeur de l'ensemble des actions à acquérir.

Pour être régulières, les interventions doivent obéir à certaines conditions qui les distinguent des manipulations de cours et leur donnent leur légitimité : Ces interventions doivent être effectuées par un seul intermédiaire par séance de bourse, elles ne peuvent être réalisées par transactions de blocs, elles ne doivent pas avoir lieu durant les périodes d'opérations sur titres ou de publications d'informations ou des comptes. Les cours d'intervention doivent être situés dans une fourchette définie par le cours le plus bas et le cours le plus élevé autorisés au cours de la séance de bourse, le volume maximal ne doit pas dépasser les 25% de la moyenne des transactions

quotidiennes constatées sur une période de référence de 30 jours de Bourse précédant l'intervention, les actions acquises ne donnent droit ni à dividende⁶ ni à préférence de souscription, ni au vote. Elles ne sont pas prises en compte pour le calcul des différents quorums.

Le CMF doit être informé aussi bien avant l'exécution du programme de rachat, que mensuellement, pendant la réalisation du programme, et à la clôture de l'opération, où il doit recevoir un rapport détaillé de son déroulement et sur les effets qu'elle a engendrés. La société doit tenir un registre spécial de ces opérations. Le CMF vérifie notamment l'égalité de traitement de tous les actionnaires et l'absence de délits d'initiés.

La loi tunisienne semble assez souple, aucun délai n'est exigé entre la date de l'assemblée générale et celle de la fixation des conditions par le conseil d'administration. Le CMF devrait être plus exigeant notamment dans le suivi des actionnaires cédants et principalement les dirigeants. Un certain nombre de précisions boursières, comptables, juridiques et fiscales⁷ devraient aussi être exigées.

Alors qu'en Tunisie la loi limite les motifs et la procédure de rachat d'actions, sur les places financières matures, le principe de liberté prévaut. Les recherches dans ces pays ont été menées sur différents programmes de rachats, quelque en soit le motif et la procédure.

I-3/ Les études antérieures :

Les travaux de recherche s'intéressent particulièrement aux véritables motivations qui poussent les dirigeants à demander l'autorisation des actionnaires afin de mener un programme de rachats. Ils s'attèlent aussi à expliquer l'effet richesse constaté lors de ces programmes.

Théoriquement, on devrait observer un cours inchangé ou une chute de cours dans un premier temps sur le marché et ceci en l'absence de fiscalité, d'effet d'information (signal) ou d'effet de transfert de richesse entre les actionnaires et/ou les obligataires. En effet, l'opération de rachat est dans ces conditions totalement neutre pour l'actionnaire et elle s'analyse comme un détachement de dividendes. Dans un second temps, un effet richesse peut être décelé et ceci à travers une méthodologie d'études d'événements.

Masulis (1980), Dann (1981) et Vermaelen (1981) constatent qu'avec une prime de rachat moyenne de 23%, le cours après l'annonce d'une OPRA à prix fixe augmente d'environ 15% pour baisser de 3% à la l'expiration de cette offre. Pour Masulis (1980) la rentabilité en excès cumulée un jour avant et après l'annonce est de 17% et positive dans 97% des cas.

Dielman, Nantell et Wright (1980) estiment à 9.7% la réaction moyenne mensuelle du marché huit ans avant et cinq ans après le mois d'annonce des programmes de rachat.

Vermaelen (1984) trouve que l'offre de rachat est corrélée avec les OPA de l'année qui suit (le coefficient de corrélation est de 80%) et la réaction de prix est de 15.7%.

Comment et Jarrell (1991) comparent les réactions du marché américain selon la procédure de rachat. Ils trouvent une hausse des cours d'environ 10% à l'annonce d'une OPRA à prix ferme suivie d'une baisse d'environ 2% à la clôture de l'opération alors qu'elle est de 8% à l'annonce d'une OPRA à la Hollandaise, suivi d'une réaction du marché non significativement différent de zéro à la clôture. Enfin la réaction du marché est plus faible (environ 3.5%) pour le ramassage en Bourse. Mai et Tchemeni (2000) aboutissent à un chiffre proche pour le cas de la France avec 3% non significatif et ceci neuf jours après la date d'annonce. De même, Dielman, Nantell et Wright (1980) ne constatent aucune réaction du marché. Franz, Rao et Tripathy (1995) observent une chute de cours d'environ 12% avant l'annonce d'un plan de rachat par ramassage en Bourse entre 1983 et 1987 de sociétés cotées au NASDAQ ayant pour motivation la sous-évaluation des titres (-9.3% pour tout l'échantillon). Par la suite, le marché réagit positivement (+5.09% sur deux séances) à l'annonce du lancement du plan de rachat.

⁶ Qui doivent être déposés dans un compte de report à nouveau.

⁷ Voir notamment les communiqués de la COB.

Après ce constat sur l'effet richesse, les divers auteurs se sont intéressés à trouver la théorie qui explique le mieux les déterminants de cet effet richesse.

L'hypothèse fiscale explique partiellement cet effet. Il y a d'un côté l'hypothèse de l'imposition personnelle mais aussi l'hypothèse de levier puisque aux USA notamment, les rachats financés par emprunts permettent d'augmenter les économies potentielles d'impôt. Masulis (1980) remarque une réaction plus forte pour les entreprises qui financent plus de la moitié de leur rachat par emprunt. Pour Lie et Lie (1999), le type de distribution par la société est orienté par la présence plus ou moins forte des investisseurs institutionnels dans le capital. Bartov, Krinsky et Lee (1998) trouvent trois facteurs discriminants les dividendes des rachats : la sous-évaluation des cours, le système de compensation des dirigeants (l'existence de stock options) et la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels. Grullon et Michaely (2002) démontrent que les sociétés financent leurs plans de rachat avec des fonds qui auraient servi à augmenter les dividendes. Il y a globalement une substitution des dividendes par les rachats comme politique de distribution de cash aux actionnaires, ce qui contredit les conclusions de Fama et French (2001).

La théorie de l'agence explique pourquoi certaines sociétés continuent à distribuer des dividendes et ceci malgré l'accroissement de l'utilisation des rachats : Il n'y aurait pas assez de pressions (ou d'incitations) sur les dirigeants pour aller dans le sens de la maximisation de la richesse des actionnaires après impôt, même si on assiste actuellement à un développement de la gouvernance des entreprises. Jensen (1986) aux Etats-Unis et Poincelot et Schatt (2000) en France se fondent sur la théorie de l'agence pour affirmer que la réduction des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et donc la réduction des coûts d'agence est à la base de l'intérêt du marché pour cette opération. En effet, la diminution des ressources discrétionnaire accroît le contrôle de la part du marché et réduit les coûts d'agence. Elle limite aussi les investissements non optimaux de la part des dirigeants dans le cas où l'entreprise dispose de trésorerie disponible et pas de projets aussi rentables.

Poincelot et Schatt (2000) remarquent que les sociétés peu performantes, peu endettées et disposant d'une trésorerie importante voit leur valeur boursière augmenter. Ceci leur permet de conclure que ce sont les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants qui créent cet effet richesse.

Par ailleurs, l'hypothèse de transfert de richesse des obligataires vers les actionnaires ne donne pas de résultats explicatifs probants. Dann (1981) constatent une absence d'effet richesse sur les obligataires sauf sur les emprunts convertibles.

L'hypothèse de signal dans un marché caractérisé par une information asymétrique semble être l'explication qui donne le plus de satisfaction. Vermaelen (1981) et Dann (1981) expliquent la réaction positive des prix à l'annonce des rachats d'actions américaines par cette théorie du signal émis par les dirigeants d'une sous-évaluation de l'action de la société dans un contexte d'asymétrie de l'information. Mai et Tchameni (2000) aboutissent aux mêmes conclusions pour le cas français mais uniquement pour un sous-échantillon de valeurs de faible capitalisation.

Pour Vermaelen (1981), la réaction du marché est plus forte pour les entreprises à petites capitalisations, ce qui est confirmé par Mai et Tchameni (2000) pour le marché français. Ces signaux semblent mieux perçus par le marché car ces firmes sont considérées comme contrôlées par les insiders. D'autres signaux sont perçus suivant le degré d'implication (Comment et Jarrell (1991)) ou de motivations (Franz et al. (1995)) exprimées par les dirigeants, suivant la taille (Masulis (1980)) ou l'importance (Comment et Jarrell (1991)) de l'opération. La rentabilité en excès est corrélée avec la prime de rachat, la fraction de titres objet du rachat et la fraction de titres détenus par les insiders (Vermaelen (1984)).

Dann, Masulis et Mayers (1991) observent une « positive earning surprise » puisque les bénéfices publiés des sociétés ayant annoncé un plan de rachat ont été supérieurs aux anticipations, d'où une révision à la hausse des analystes et une baisse des bêta des sociétés qui

procèdent à des rachats par ramassage (Bartov (1991)), cette révision à la hausse des bénéfiques concerne seulement le court terme et non le long terme (Hertzel et Jain (1991)).

Barclay et Smith (1988) remarquent un élargissement temporaire de la fourchette entre le cours offert et le cours demandé ce qui signifie que le signal n'est pas clair et doit être interprété. Mais cette observation sur les fourchettes n'est pas confirmée (Miller et Mc Connel (1995)). De plus, l'asymétrie de l'information, révélée dans la fourchette, est réduite (Franz et al. (1995)). Enfin, de fortes baisses sont observées avant l'annonce du programme de rachat ce qui est compatible avec l'hypothèse de signalisation d'une action sous-évaluée.

Netter et Mitchell (1989) trouvent une rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC) durant la veille et le jour de l'annonce de 3.45% pour les sociétés cotées sur le NYSE et l'AMEX juste après le crash d'Octobre 1987, elle est de 6.21% pour les sociétés cotées sur l'OTC. Tsetsekos (1993) trouve quant à lui une RAMC la veille et le jour d'annonce plus élevée pour les sociétés financièrement fragiles que pour celles plus solides. Barnes, Burnie et Gunay (1997) obtiennent une RAMC de 1.34% sur le marché canadien et démontrent aussi l'existence d'un effet taille. Dans l'ensemble, les RAMC trouvées sont positives et significatives; elles continuent d'augmenter après l'annonce.

Par ailleurs, Lakonishok et Vermaelen (1990) appliquent une stratégie d'arbitrage pendant la réalisation des OPRA sur une période de 25 ans (1962-1986). Ils mettent en évidence un profit moyen de 9% sur une semaine. Ce profit n'est pas une prime de liquidité puisque les transactions augmentent de 300% durant cette période mais il peut être dû à un effet de liquidité révélé par la fourchette selon Hamon (1997).

Enfin, Masulis (1980) remarquent une hausse des cours de 1.5% durant les 3 séances précédant l'annonce ce qui lui fait supposer l'existence d'initiés sur le marché.

Ces différentes hypothèses prennent part à l'explication du phénomène chacune pour une part. L'emploi des techniques de rachats d'actions sur la BVMT résulte-t-il des mêmes motifs que dans les autres marchés matures ou s'agit-il d'opérations initiées par les insiders pour soutenir le cours comme c'était le cas sur les principaux marchés notamment lors du crash de 1987 (Seyhun (1990)) ?

Cette question sera étudiée à partir de l'étude de l'impact de ces opérations sur le marché. Autrement dit dans quel cadre doit-on situer ces opérations et y a-t-il des spécificités propres à un marché émergent comme celui de Tunis?

II/ Echantillon, hypothèses et méthodologie de l'étude :

II-1/ l'échantillon :

Une première liste des sociétés ayant annoncé leur décision de rachat nous a été communiquée par le CMF. Compte tenu des retards observés pour aviser le CMF, nous avons préféré réexaminer jour après jour le Bulletin Officiel de la Bourse afin de retirer toutes informations concernant les rachats d'actions. Il s'agit des annonces de toutes informations sur les rachats : ordre du jour des assemblées générales, réunion, décisions ou propositions des conseils d'administration, contrats avec des intermédiaires en Bourse, états financiers... Ces sociétés sont présentées dans le tableau en annexe N°1. La date d'événement est la date de la décision prise par le conseil d'administration des modalités de l'opération. Elle est consécutive à l'autorisation accordée par l'assemblée générale de réaliser cette opération, elle constitue aussi le point de départ aux opérations de rachat. Le faible nombre d'événement sélectionnés, nous pousse à analyser les rentabilités anormales titre par titre.

La BVMT nous a fourni les séries de cours qui ont été traitées vis à vis des suspensions de cotations, des réservations et de l'absence de cotation⁸.

II-2/ Hypothèses et méthodologie de l'étude :

Nous avons observé dans une première étude une réaction du marché à cette annonce matérialisée par une rentabilité anormale le jour de l'annonce de 0.2%, de même une réaction importante est remarquée 3 jours après la date de l'événement. Ces résultats ne sont pas significatifs sauf les 2^{ème} et 3^{ème} jour après la date d'événement et ceci à un seuil de confiance de 90%. La décision de rachat ne semble pas être un signal des insiders au marché car d'un côté, il n'y a pas de sous-évaluations systématiques, et d'un autre côté, les sociétés n'ont pas utilisé massivement cet argument de l'information. Le marché semble interpréter cette décision comme une réaction défensive liée à la conjoncture boursière en attendant des précisions et l'application de ces décisions.

L'étude présente tente d'observer l'application de ces techniques. Elle se présente sous forme d'une étude d'événement. La date d'événement est le jour de la décision du conseil d'administration de l'opération de rachat.

L'objectif de ce test est de montrer l'existence (ou non) d'un impact sur le marché boursier, sous hypothèse d'efficience de ce marché, suite à la décision de la société de racheter ses propres actions. Cette pratique peut-elle soutenir les cours et réguler le marché. En effet, on observe, comme le montre le graphique en Annexe N°2, que les prix ont tendance à se stabiliser et même à repartir à la hausse suite à la décision du conseil d'administration de lancer le programme de rachat.

Notre méthodologie s'inspire des études d'évènement lors des opérations d'initiés (Guivarc'h (1997)...) où il s'agit de calculer l'impact de ces initiés sur la valeur cible. Notre étude présente des similitudes au moins sur deux points : « la manipulation » des cours et le nombre limité de ces opérations.

L'étude consiste à mesurer si les rentabilités anormales cumulées durant une certaine période après la date des événements considérés sont nulles. Cette rentabilité anormale est mesurée par l'écart entre la rentabilité du titre et une norme qui peut être soit la rentabilité moyenne du titre mesurée sur une longue période autour et en dehors de la période d'événement, soit la rentabilité d'un indice représentatif du marché, soit la rentabilité en excès par le modèle de marché qui permet d'ajuster le risque systématique.

Sans juger du contenu de l'information, qui peut être interprété positivement ou négativement, les tests opérés dans cette étude sont de type non-directionnels.

Les rentabilités du titre i à la date t sont calculées selon la formule logarithmique avec réinvestissement du dividende :

$$R_{i,t} = \text{Log} (P_{i,t} + D_{i,t} / P_{i,t-1})$$

Où : $P_{i,t}$ est le cours d'ouverture du titre i le jour t ; ajusté des OST. Les cours d'ouverture éliminent le biais entre la cotation en continu et en fixing, puisqu'ils obéissent à la même procédure.

$P_{i,t-1}$ est le cours d'ouverture du titre i le jour $t-1$;

$D_{i,t}$ est le dividende éventuellement versé le jour t .

⁸ La méthode que nous avons adopté pour remplacer les données manquantes est celle de la répartition uniforme suggérée par HACHETTE et MAI (1991) puisqu'elle permet de minimiser l'écart entre les séries théoriques et lissées. Cette méthode se définit comme suit : $ct+j = ct + (ct+k - ct)/k+1$ avec $j= 1, \dots, k-1$

La rentabilité anormale est obtenue comme suit :

$$Ra_{i,t} = R_{i,t} - K_i$$

Avec K_i une norme qui peut être :

- la rentabilité moyenne sur la période d'estimation;
- la rentabilité d'un indice de marché;
- Le modèle de marché est aussi utilisé afin d'ajuster les rentabilités au risque. La rentabilité anormale est obtenue comme suit : $Ra_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta * R_{m,t})$

Comme notre analyse concerne les valeurs prises titres par titres, nous avons préféré la première norme. Brown et Warner (1980) démontrent que la méthode utilisant cette norme est non seulement l'une des plus simples mais surtout les plus fiables.

La fenêtre d'événement est définie comme la période la plus étendue possible débutant le lendemain de la décision de réalisation des rachats par le conseil d'administration. Elle doit être comprise entre cette date d'événement et la première opération sur titres annoncée ou bien la première Assemblée Générale et ceci pour garder une période « pure » de tout autre évènement pouvant bruite notre phénomène, sachant que les opérateurs ont tendance à réaliser leurs opérations de rachats sans aucune anticipation donc sans attendre. Enfin, cette période doit être de même taille pour toutes nos sociétés pour permettre les comparaisons entre elles. Nous obtenons alors une période d'évènement de maximum 35 jours de Bourse après l'évènement. La fenêtre d'estimation est formée de 150 jours de Bourse au-delà de cette période de test :



Afin de limiter l'effet de ce choix qui demeure néanmoins arbitraire puisqu'il n'a aucune justification financière fondamentale, nous nous proposons d'observer les rentabilités sur cette période d'évènement tous les 10 jours de Bourse cumulés.

L'existence d'un soutien de cours effectif doit nous permettre d'observer une rentabilité anormale moyenne significativement positive (H1).

H0 : $Rac_i = 0$: hypothèse nulle c'est-à-dire absence d'impact.

H1 : $Rac_i > 0$

Pour vérifier si les rendements anormaux étaient significatifs, un test de STUDENT a été mené ; nous n'avons pas vérifié l'hypothèse de normalité des distributions de rentabilités, hypothèse souvent discutée. Le t de Student calculé est ensuite comparé à une valeur seuil obtenue sur la table de Student selon le degré de liberté à un seuil de confiance donné. Le test consiste à contrôler la significativité des résultats en coupe longitudinale de Student (Ts) qui vérifie l'hypothèse de réactions moyennes des titres significativement différents de 0 :

$$Ts = Rac_t / \sigma Rac_t$$

L'écart type de la rentabilité anormale est calculée en série temporelle.

Les statistiques T calculés doivent être comparés à une valeur seuil (= 1,96) lue directement sur la table de Student pour juger de sa significativité à un degré de 1% (***) , 5%(**) ou 10%(*).

III/ Interprétation et analyse des résultats :

Il s'agit ici de présenter puis d'analyser les résultats de l'échantillon de rentabilités de sociétés en fonction de la date de l'événement. Compte tenu de l'absence de cotation de certaines valeurs, notre échantillon s'est réduit à 7 valeurs. Il nous semble intéressant dans ce cas d'étudier les résultats obtenus pour chaque événement.

Les rentabilités anormales cumulées pour chaque valeur sont présentées ci dessous :

Episode	RAC/10j	Ts	RAC/20j	Ts	RAC/30j	Ts
1	10.14%	5.94***	9.72%	5.69***	4.984%	2.92***
2	1.17%	1.45	-0.13%	-0.16	-2.75%	-3.41***
3	18.33%	16.97***	10.62%	9.83***	12.38%	11.46***
4	8.93%	7.87***	8.81%	7.76***	8.53%	7.51***
5	3.09%	2.44**	3.2%	2.52**	3.23%	2.55**
6	2.19%	1.14	1.73%	0.9	-0.84%	-0.44
7	-1.45%	-1.86*	-1.36%	-1.73*	-2.9%	-3.74***

T2- Rentabilités anormales cumulées titre par titre

On observe que les valeurs présentent une rentabilité anormale cumulée positive et ceci dans 6 cas sur 7 et significative pour 4 cas. Celle-ci est très forte (>10%) dans deux cas. Par contre, on remarque clairement que plus la période d'événement s'élargit plus cette rentabilité tend à faiblir, sauf dans deux cas (Episode 4 et 5). On aboutit de la sorte à une rentabilité anormale cumulée significativement positive dans 4 cas et négative dans 2 cas.

De plus, on observe que la réaction du marché suite à la date de la décision de rachats par les sociétés est forte les premiers jours puis devient mitigée au bout de 30 jours de Bourse. En effet, les rentabilités anormales cumulées sont en moyenne croissante pendant les 10 premiers jours de Bourse (voir Annexe N°3).

Les cours des sociétés pratiquant les rachats sont soutenus par ce mécanisme et ceci dans un effort de régulation. Mais cette effort s'avère vain devant la tendance du marché. Il ne peut être que bref et puissant. Il est difficile d'aller contre la tendance du marché si celle-ci est durable, on ne peut que donner des signaux espérant un changement d'attitude des investisseurs. Le signal émis n'a pas été interprété de la même manière par les investisseurs et les insiders. En effet, pour espérer renverser durablement une tendance, cette politique nécessite des « munitions » en quantité suffisantes et un horizon à long terme car ce qui est acheté aujourd'hui devra être vendu demain. Cette technique est en train d'être expérimenté sur le marché et ne peut être un succès que si le marché se retourne dans son ensemble. C'est donc un parachute à la baisse qui suppose des anticipations de reprise à court ou moyen terme. Par contre, si la tendance baissière continue, cette opération n'est bénéfique que s'il y a une réduction de capital au bout, ce qui s'oppose à l'autorisation de rachat octroyée pour régulation uniquement. Sinon, c'est une moins value que doit comptabiliser la société qui se rajoute aux moins values déjà enregistrées par les actionnaires.

Par ailleurs si l'intervention continue, les investisseurs craignent une modification de la géographie du capital d'autant plus que ce sont des sociétés de faible capitalisations et plutôt du second marché où le nombre de titres admis à la cotation est réduit. Le marché a toujours en tête la première opération de rachat qui concernait la banque BNDT et qui a abouti à une fusion avec une autre banque publique (la STB). En l'absence d'explication théorique convaincante pour le

cas de la BVMT, l'effet sur la stabilisation des cours est limité et ne nécessite pas une loi sauf à croire que celle-ci sera élargi comme c'était le cas en France pour rejoindre les standards internationaux, inspirés des Etats unis, et permettre la gestion du capital social des sociétés cotées comme une composante de la situation nette de l'entreprise.

Il s'avère donc que le marché est affecté par ce genre d'opérations mais de manière instantanée. Il y a bien réaction de marché grâce à des rentabilités anormales cumulées positives mais celle-ci se situe dans les 10 premiers jours pour disparaître complètement après et ceci pour la majorité des cas étudiés.

IV/ Conclusion :

Cette étude se penche sur les rachats par les sociétés cotées à la Bourse de Tunis de leurs propres actions. Ce rachat est dorénavant possible grâce à la loi 99-92 qui encadre ces opérations en ne les autorisant que pour réguler le cours. Cette technique a rencontré un certain succès surtout en 2002 puisque plus du tiers des sociétés cotées ont décidé d'y avoir recours. Ce sont essentiellement des valeurs du premier marché, cotées sur le continu et plutôt de faible capitalisation.

Notre recherche s'attarde sur l'impact de cette décision sur le marché. En effet, l'annonce de cette décision de rachat peut permettre, dans un premiers temps, d'éradiquer la chute des cours en soutenant la valeur et, dans un deuxième temps, de donner un signal aux investisseurs qui fera changer leur anticipation sur la valeur.

Cette étude a testé l'existence d'une rentabilité anormale cumulée suite à la décision de rachats d'actions. Cette rentabilité cumulée est significativement positive pour la plupart de nos valeurs. Par ailleurs, la rentabilité anormale cumulée tend à s'effriter entre le 10^{ème} jour et le 30^{ème} jour après l'événement.

Les résultats obtenus dans cette étude tendent à démontrer que la décision de rachat des actions des sociétés cotées à la BVMT a un effet à court terme sur les cours des valeurs et donc sur les portefeuilles des investisseurs suite à la décision du conseil d'administration d'intervenir. Par contre, le marché semble plus sceptique sur le long terme et préfère attendre des précisions sur les conséquences de cette opération non seulement sur les distributions mais surtout sur la structure et la géographie du capital. Le marché ne croit pas réellement aux rachats pour régularisation, c'est une opération jugée défensive de la part des majoritaires dans un contexte de chute boursière ininterrompue.

Sans être une panacée, cette technique permet de soutenir quelques peu les cours sans avoir un effet permanent. C'est, nous semble-t-il, une utilisation très limitée des rachats qui ne peuvent être réduit à ce rôle puisqu'ils peuvent constituer un champ très fertile pour différentes opérations sur le capital, la distribution et la gouvernance.

Le manque de données et d'efficience du marché empêche de pousser plus loin les investigations économétriques à la manière de celle menées aux Etats-Unis (notamment les travaux de Grullon et Michaely...) et nous amène à réfléchir sur une orientation comportementaliste pour les recherches futures sur la Bourse de Tunis.

Références :

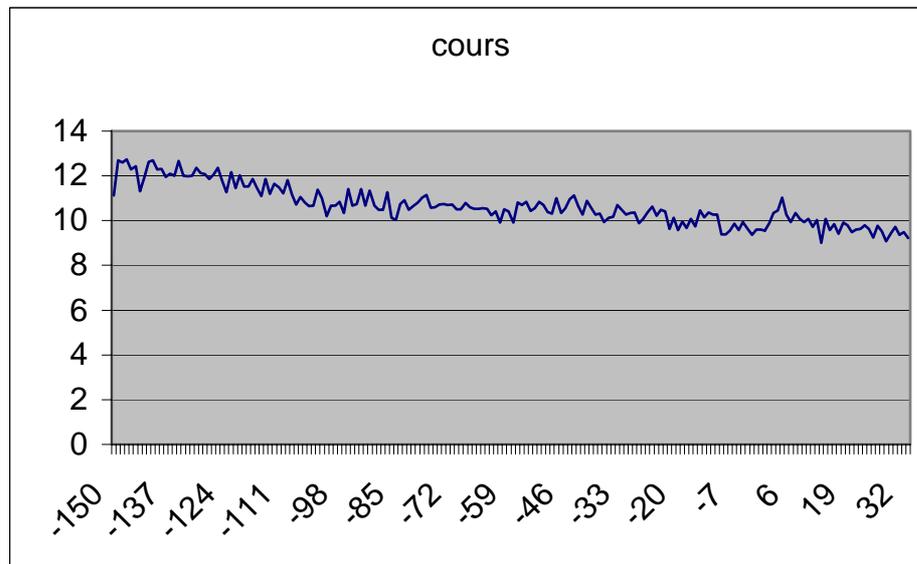
- Barclay M. et Smith C. (1988) "corporate pay out policy : cash dividend versus open-market repurchases" *Journal of Financial Economics*, N°22, pp 61-82.
- Barnes T., Burnie D. et Gunay R. (1997) « note sur les rachats via la Bourse au Canada (1987-1995) » *Finéco*, vol. 7, N°2, 2^{ème} Sem.97.
- Bartov E. (1991) "Open market stock repurchases as a signal of earnings and risk changes" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14-3, pp.275-294.
- Bartov E., Krinsky I. et Lee J. (1998) "Evidence of how companies choose between dividends and open-market stock repurchases" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, N°1, spring 98.
- COB « règlement 98-03 relatif aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres »
- Comment R. , Jarrell G. (1991) "the relative signaling power of Dutch-auction and fixed price self-tender offers and open market shares repurchases" *Journal of Finance* N° 46, pp.1243-1271.
- Dann L. (1981) "the effects of common stock repurchase on security holders' returns" *Journal of Financial Economics*, N°9, pp 101-138.
- Dann L., Masulis R. et Mayers D. (1991) "Repurchase tender offers and earnings information" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14-3, pp.217-251.
- Dielman T., Nantell T. et Wright R. (1980) "Price effects of stock repurchasing : a random coefficient regression approach" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.15, March, pp. 175-190.
- Fama E. et French K. (2001) "disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? " *Journal of Financial Economics*, Avril, pp. 3-43.
- Franz D., Rao R. et Tripathy N. (1995) "informed trading risk and bid-ask spread changes around open market repurchases in the NASDAQ market" *The Journal of Financial Research*, 18, N°3, Fall, pp. 311-327.
- Grar A. (1999) "étude d'événement" in Encyclopédie de la finance, article 22, pp.462-484
- Guyvarc'h A. (1997) "contribution des initiés à l'efficience informationnelle" cahier de recherche du CEREG N°9712.
- Grullon G., Michaely R. (2002) "dividends, shares repurchases and the substitution hypothesis" *Journal of Finance* N° 57-4, pp1649-1684.
- Hadouej A. (2001) « le rachat d'actions : moyen d'optimisation de l'emploi des ressources de la société » Séminaire AIB-IFBT Novembre 2001.
- Hamon J. (1998) « le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions » CEREG, W.P. Novembre 1997.
- HENCHIRI J. (2003) « les rachats d'actions des sociétés cotées à la BVMT » comm. à la Conférence Internationale de Finance IFC2, Tunisie 2003.
- Hertz M. et Jain P. (1991) "Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14-3, pp.253-274.
- Ikenberry D., Lakonishok J. et Vermaelen T. (1995) "Market under reaction to open market share repurchases" *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 181-208
- Jensen M. (1986) "agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers" *American Economic Review*, vol.76 N°2 pp. 323-329
- Lakonishok J. et Vermaelen T. (1990) "Anomalous price behavior around repurchase tender offers" *Journal of Finance* N° 45-2, pp. 455-478.
- Lie E. et Lie H. (1999) "The role of personal taxes in corporate decisions: an empirical analysis of share repurchases and dividends" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.34, N°4 December, pp. 533-552

- Mai H.M., Tchameni E.(2000) « Rachats des actions : analyses théorique et empirique » CEREG W.P. 2000-12.
- Masulis R. (1980) “stock repurchase by tender offer, an analysis of the cause of common stock price changes” *Journal of Finance* N° 35-2, pp. 305-319.
- Miller J. et Mc Connell J. (1995) “Open market share repurchase programs and bid-ask spreads on the NYSE: implications for corporate payout policy” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.30, N°3, pp. 365-382.
- Netter J. et Mitchell M. (1989) “ Stock-repurchases announcements and insider transactions after the October 1987 stock market crash” *Financial management*, Autumn 1989.
- Poincelot D., Schatt A. (2000) « Réduction des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants lors des rachats d'actions : le cas français » comm. aux XV^{èmes} journées nationales des IAE.
- Seyhun N. (1990) “Overreaction or fundamentals: some lessons from insiders' response to market crash of 1987” *Journal of Finance*, Volume 45, Issue 5, pp. 1363-1388
- Tsetsekos G. (1993) “valuation effects of open market stock repurchases for financially weak firms», *Review of Financial Economics*, 2, 2, pp.29-42.
- Vermaelen T. (1981) “common stock repurchases and market signaling” *Journal of Financial Economics*, N°9, pp. 139-183.
- Vermaelen T. (1984) “ Repurchase tender offers, signaling and managerial incentives » *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.19-2, pp. 163-181.
- Weisbenner S. (2002) “Corporate share repurchases in the 1990's: what role do stock option play? ” Comm. au LXIIème AFA meeting.

Annexe N°1 : liste des sociétés

	sociétés	AGO	réalisation	Episode
1	BNDT	25/05/00	Oui	-
2	TUN.LEAS	07-06-01	Oui	4
3	TUNINVEST	16-05-01	Oui	3
4	STEQ	12-12-01	Oui	6
5	STIP	19-03-02	Oui	1
6	SIAME	28-03-02	Oui	-
7	BH	19-04-02	Non	-
8	GL	24-04-02	Oui	7
9	SIMPAR	02-05-02	Oui	-
10	CIL	07-05-02	Oui	5
11	SOTETEL	14-06-02	Oui	-
12	SOTRAPIL	18-06-02	Oui	-
13	BTEI	15-08-02	Oui	2
14	SOMOCER	-	Non	-
15	UBCI	2004	Non	-
16	AB	2004	-	-

Annexe N°2 :



GI- évolution du cours des valeurs sélectionnées autour de la décision de rachat

Annexe N°3 : G3- rentabilités anormales cumulées en moyenne

