

Les rachats d'actions au Canada : motivations et impact de l'activité économique*

Michel ALBOUY

Université de Grenoble 2, Grenoble EM

Tania MORRIS

Université de Moncton, Canada

Classification JEL : G32, G35

Correspondance :

Tania Morris

Université de Moncton, Québec, Canada

Email : morrist@UMoncton.ca

Résumé : Cet article étudie les motivations des firmes canadiennes cotées à annoncer des programmes de rachat d'actions et l'impact de l'activité économique sur ce comportement. La distribution des flux monétaires excédentaires, l'envoi d'un signal ainsi que la prévention de la dilution du bénéfice par action sont les principales motivations de ces opérations. Par ailleurs, l'étude montre que le niveau de l'activité économique a un impact sur ces motivations. Ainsi, en période de faible croissance, la motivation principale est de réduire l'asymétrie d'information, alors qu'en période de forte croissance, il s'agit plutôt d'éviter la dilution du BPA.

Mots clés : rachats d'actions – flux monétaires excédentaires – politique de dividende – croissance économique.

Abstract : The object of this paper is to identify the incentives of publicly traded Canadian firms to announce repurchases of their own shares and to evaluate the impact of economic growth on this decision. Firms announce share repurchases to distribute free cash flow, to send a signal and to prevent dilution of earnings per shares. Economic activity has an impact on those motivations. In a period of low economic growth, the principal motivation is to reduce asymmetric information while in a period of high economic growth, firms repurchase their shares in order to prevent diluting earnings per share.

Key words : share repurchases – free cash flow – dividend policy – economic growth.

* Les auteurs tiennent à remercier la Chaire d'études Jeanne et J.-Louis Lévesque en gestion financière pour sa contribution dans la réalisation de cet article. Ils remercient également les participants du Congrès 2005 de l'Association des Sciences Administratives du Canada (ASAC, Toronto, Ontario, Canada) pour leurs commentaires. Ils remercient également les rapporteurs anonymes de la revue FCS pour leur travail qui a permis d'améliorer cet article.

Depuis la fin des années 1980, les opérations de rachats d'actions se sont considérablement développées sur toutes les places financières du monde. Cette pratique représente aujourd'hui une forme de distribution aux actionnaires couramment employée par les entreprises. Ainsi, entre 1985 et 1996, les montants des rachats d'actions aux États-Unis ont augmenté de 650 % comparativement à 50 % pour les dividendes. En termes monétaires, les rachats d'actions représentent aujourd'hui l'équivalent du versement de dividendes (Jiraporn, 2006). Au Canada, les annonces de rachats ont également augmenté de manière significative au cours des années 1980 et 1990, de sorte que 17 % des firmes cotées sur le Toronto Stock Exchange ont annoncé des rachats d'actions en 1997 (Li et McNally, 2000). En France, une réforme de 1998 a rendu la procédure de rachat plus accessible aux sociétés françaises. Dereeper et Romon (2006) dénombrent notamment la mise en place de 1 360 programmes de rachats entre 1998 et 2001. Ce mouvement que l'on observe également dans plusieurs autres pays d'Europe soulève de nombreuses questions, notamment sur les raisons et les motivations qui poussent les dirigeants des sociétés à faire de telles opérations.

La majorité des études arrive à la conclusion que les actionnaires obtiennent un rendement anormal en période d'annonce (Bens et *al.*, 2003 ; Comment et Jarell, 1991 ; Dann, 1981 ; Ginglinger et L'her, 2006 ; Grullon et Michaely, 2004 ; Li et McNally, 2000). Néanmoins, il semble que les travaux antérieurs ne soient pas arrivés à un consensus sur l'objet principal des rachats d'actions. De nombreuses études, surtout américaines, se sont penchées sur les motivations de ces opérations. En outre, même si les travaux antérieurs ont déjà couvert les diverses théories motivationnelles des rachats (la sous-évaluation des cours boursiers, la distribution des flux monétaires excédentaires – FME, l'effet de clientèle fiscale, l'obtention d'une structure financière optimale ou la dilution du bénéfice par action), aucun d'entre eux ne s'est penché sur le lien entre la motivation des rachats et le niveau de l'activité économique d'un pays. Étant donné que l'on observe une relation positive et significative entre la croissance économique et le cours des actions (Barro, 1990), notre hypothèse est que la croissance peut agir sur les motivations des rachats. À cet effet, certains auteurs sont d'avis que les motifs des rachats évoluent au fil du temps (Dittmar, 2000 ; Weston et Siu, 2003). Dittmar (2000) est néanmoins le seul auteur à considérer empiriquement cette hypothèse et à montrer

que les motifs des rachats changent dans le temps. De façon analogue, notre étude cherche à vérifier si l'évolution des motivations des rachats au Canada est en partie attribuable à l'évolution de la croissance économique du pays. Plus spécifiquement, nous voulons vérifier si, en période de faible croissance économique, les firmes annoncent des rachats dans le but de mieux informer les investisseurs sur la valeur de leur firme en réduisant l'asymétrie informationnelle, alors qu'en période de forte croissance économique, elles annoncent des rachats en vue d'éviter la dilution du BPA causé par les plans d'options d'achat d'actions (*stock options*) pour les salariés. Au total, l'objectif de cette étude est de reprendre les principales motivations des rachats d'actions évoquées dans la littérature et de vérifier si la croissance économique du pays a une influence sur elles.

Cette étude empirique, réalisée sur le marché des actions de Toronto (TSX), au cours de la décennie 1990, apporte plusieurs résultats principaux. Premièrement, il semble qu'au cours des années 1990, les principales motivations des rachats étaient de distribuer des FME, de signaler de l'information au marché et de prévenir la dilution du BPA causée par les émissions d'actions faites dans le cadre de plans d'options d'achat pour les salariés. Deuxièmement, la probabilité d'annonce de rachat est augmentée lorsque la firme verse également des dividendes. Cela laisse penser que le rachat et le dividende ont des objectifs communs, comme par exemple, de distribuer des flux monétaires excédentaires aux actionnaires. Troisièmement, les résultats indiquent que la croissance économique a un impact sur les motivations de ces opérations. Plus particulièrement, en période de faible croissance économique, les firmes annoncent des rachats afin d'envoyer un signal sur la valeur des actions, alors qu'en période de forte croissance économique, les sociétés annoncent des rachats d'actions en vue d'éviter la dilution du BPA. Quatrièmement, le rachat en vue de distribuer des FME ne semble pas être influencé par l'activité économique, les firmes annoncent davantage de programmes de rachat lorsqu'elles disposent de FME importants et ce quel que soit le niveau de croissance économique. Enfin, les résultats de cette étude ne valident pas l'hypothèse que les rachats soient effectués en vue de modifier la structure financière de l'entreprise vers un ratio cible. Dans le même ordre d'idées, le rachat ne servirait pas non plus à satisfaire une clientèle fiscale particulière d'investisseurs.

La suite de cet article est organisée comme suit. La première section expose les aspects institutionnels du rachat d'actions en bourse au Canada et présente notre cadre théorique ainsi que nos hypothèses. La deuxième section est consacrée à l'exposé de nos données et de notre méthodologie de recherche. La troisième partie présente les résultats de notre étude empirique.

1. Les rachats d'actions au Canada : revue de la littérature et hypothèses

1.1. La législation sur les rachats d'actions au Canada

Au Canada, une firme peut racheter ses actions de trois façons : directement en bourse, à prix fixe, ou par blocs auprès d'actionnaires dominants. Cette étude s'intéresse aux rachats effectués sur le marché dans la mesure où il s'agit du type d'opération le plus fréquent¹.

Lorsqu'une société effectue un rachat en bourse, elle rachète ses actions comme le ferait tout investisseur sur le marché ; c'est-à-dire qu'elle paie le prix du marché et qu'elle achète par l'entremise d'une bourse de valeurs. La société, après avoir fait connaître son intention par la publication d'un avis selon la forme prévue par la réglementation, acquiert au cours d'une période de douze mois (renouvelable) commençant à la date spécifiée dans l'avis d'intention :

- moins de 2 % des titres en circulation de la catégorie au cours d'une période de 30 jours (par l'entremise de la bourse ou non), et ce, en totalisant avec tous les autres achats ;
 - un total inférieur au plus contraignant des deux seuils suivants :
 - 10 % des actions hors blocs, ou
 - 5 % des titres de la catégorie en cause émis et en circulation au début de la période en excluant toutes actions détenues par ou pour l'émetteur à la date d'acceptation de l'avis d'intention de rachat en bourse et, ce, que le rachat soit effectué par l'entremise de la bourse ou non.

Précisons que le rachat en bourse où processus dit « *Normal Course Issuer Bid* » représente l'équivalent de « la procédure d'offre publique

¹ Barnes et al. (1997) recensent uniquement vingt rachats à prix fixe entre janvier 1987 et décembre 1995.

de rachat » en France. Relevons également qu'au Canada, il est très courant pour la firme d'annoncer le nombre maximum d'actions qu'elle peut racheter plutôt que le nombre d'actions qu'elle prévoit de racheter. Dans les deux cas, le rachat en bourse peut commencer, être terminé ou annulé à n'importe quel moment. Soulignons que même si l'annonce de rachat ne consiste pas en un engagement ferme, Ikenberry et al. (2000) constatent que plus de 75 % des firmes qui annoncent un rachat au Canada rachètent effectivement des actions.

Selon la réglementation, les actions rachetées ne doivent pas rester en circulation. Ainsi le rachat d'actions se traduit par une diminution du capital de la société. Les actions rachetées ne peuvent pas être utilisées et gardées de façon à en faire bénéficier la société dans des activités de transactions ou afin de satisfaire des engagements. Au Canada, la décision de rachat émane du Conseil d'administration, et une notice d'intention doit être approuvée par la bourse de valeurs², dans notre cas, le *TSX*. En outre, la réglementation sur les valeurs mobilières exige que la société procédant au rachat de ses propres actions doit, dans les dix jours suivants chaque mois où elle a racheté ses actions, envoyer un rapport d'activité au *TSX*. Ce rapport doit inclure le nombre d'actions rachetées et le prix moyen payé par la société³. Ce rapport est ensuite résumé et diffusé par la bourse.

Lorsqu'une société rachète ses actions en bourse, le traitement fiscal est le même que pour tout achat effectué sur le marché, c'est-à-dire un gain ou une perte en capital. Dans ce cas, la vente des titres relève du régime fiscal des plus-values.

1.2. Motivations du rachat d'actions

Plusieurs facteurs sont susceptibles d'expliquer les politiques de rachat d'actions. Nous présentons ci-dessous les plus importants relevés dans la littérature et qui font l'objet de cette étude.

1.2.1. La sous-évaluation du cours boursier

Plusieurs études trouvent des résultats qui mettent en évidence la sous-évaluation du cours boursier comme motif du rachat d'actions.

² Annexe D : section 4 et 5 de la politique 5.6. du *TSX* concernant les rachats *via* la bourse.

³ Annexe D : section 8 de la politique 5.6. du *TSX* concernant les rachats *via* la bourse.

C'est ainsi qu'on constate que les rachats sont précédés d'une sous performance boursière (Comment et Jarell, 1991), qu'ils sont suivis de bénéfices élevés ainsi que d'une bonne performance boursière (Bartov, 1991 ; Ikenberry et al., 1995) et qu'ils provoquent une réaction positive du marché (Dann, 1981 ; Grullon et Michaely, 2004 ; Li et McNally, 2000 ; Vermaelen, 1981).

1.2.2. L'effet fiscal

Selon la théorie de l'effet de clientèle fiscale, il existe deux types d'investisseurs : (a) ceux qui préfèrent des rendements importants en dividende, comme les investisseurs peu fiscalisés ou les organisations exonérées d'impôt, et (b) ceux qui préfèrent des titres offrant un faible rendement en dividende avec des perspectives de plus-values, comme les investisseurs à taux d'imposition élevé (Modigliani et Miller, 1961). Selon cette théorie, s'il existe des clientèles fiscales d'investisseurs sur le marché, les firmes qui rachètent leurs actions devraient être caractérisées par un ratio de distribution de dividende plus faible. Néanmoins, les résultats empiriques sur le sujet ne sont pas toujours concluants (Bagwell et Shoven, 1988 ; Dann, 1981 ; Medury et al., 1992).

1.2.3. Les flux monétaires excédentaires

Lorsqu'une firme dégage des FME, elle peut préférer racheter des actions plutôt que d'investir dans des projets non rentables à valeur actuelle nette négative. Plusieurs études corroborent cette hypothèse. Entre autres, Bagwell (1988), Li (1999) et Guffey et Schneider (2004) établissent un lien entre les variables qui mesurent les opportunités de croissance et la probabilité de rachat, alors que Dittmar (2000) établit un lien entre l'ampleur du rachat et les variables qui mesurent les FME. La théorie des FME (théorie du *free cash flow*) suppose également que la diminution des liquidités occasionnée par le rachat permet de réduire les conflits entre les dirigeants et les actionnaires (et les coûts qui leurs sont associés) expliquant ainsi le mouvement à la hausse des cours boursiers en période d'annonce.

1.2.4. La structure financière

Modigliani et Miller (1963) montrent qu'en présence d'impôt sur les bénéfices, il est avantageux de faire appel à la dette puisque les intérêts sont déductibles de l'assiette fiscale contrairement aux versements de dividendes. Ainsi, les firmes devraient chercher à s'endetter au maximum sous réserve de ne pas se trouver en situation de faillite. Malheureusement, cette réponse bien connue est loin d'intégrer tous les paramètres qui influent sur le choix d'une structure financière optimale et, dans l'état actuel des connaissances, il semble bien qu'il soit impossible de déterminer ce niveau optimal (Bagwell et Shoven, 1988). Quoiqu'il en soit, en admettant qu'un ratio optimal d'endettement existe, les firmes seraient enclines à entreprendre des rachats d'actions dans le but d'atteindre ce ratio optimal. Le rachat d'actions serait donc un moyen pour leurs dirigeants de jouer sur la structure financière de l'entreprise et d'atteindre un ratio cible (généralement la moyenne du secteur). C'est dans cette optique que Dittmar (2000) estime le ratio optimal d'endettement par le ratio sectoriel et trouve que le rachat sert à modifier le levier financier au cours de certaines périodes.

1.2.5. La dilution du bénéfice par action liée aux plans d'options d'achat d'actions pour les salariés

Certaines études tentent d'expliquer la popularité du rachat d'actions par le recours massif aux options d'achat sur actions pour les salariés qui entraînerait une dilution significative du capital des sociétés qui font ce type d'opérations. Les entreprises rachèteraient alors leurs actions pour compenser la dilution du BPA. Plusieurs études américaines ont récemment observé un lien entre les plans d'options d'achat d'actions et les rachats (Bens et *al.*, 2003 ; Dittmar, 2000 ; Fenn et Liang, 2001). Il est également imaginable que certaines firmes rachètent leurs actions afin de pouvoir attribuer ces actions à leurs employés dans le cadre de plans d'options d'achat d'actions.

1.3. Les hypothèses

Les hypothèses testées dans cette étude empirique réalisée sur le marché canadien reprennent les cinq motivations du rachat d'actions exposées précédemment. Nous y ajoutons des hypothèses liées à l'activité économique du pays.

1.3.1. Hypothèse relative à l'asymétrie d'information

Dès que les actionnaires possèdent moins d'information que les dirigeants sur la valeur intrinsèque de la firme, les actions sont susceptibles d'être mal évaluées par le marché. Ce serait d'ailleurs en vue d'envoyer un signal aux actionnaires sur la valeur intrinsèque des actions que certaines firmes utiliseraient les programmes de rachat d'actions. Selon Barth et Kasnik (1999), l'asymétrie d'information augmente en fonction du montant des actifs intangibles. Cette asymétrie d'information est susceptible de conduire à une mauvaise évaluation de la firme (sur ou sous-évaluation). Cependant, dans le cas des rachats d'actions, il est vraisemblable que ces opérations soient lancées dans le cas de sous-évaluation plutôt que de surévaluation. Ainsi, toujours d'après Barth et Kasnik (1999), les firmes auraient plus de chances de racheter afin de signaler la sous-évaluation du cours lorsqu'elles disposent d'un niveau important d'actifs intangibles. Afin de vérifier cette hypothèse, les variables RD et INTAN servent à mesurer le niveau des actifs intangibles (Barth et Kasznik, 1999) qui pourraient ne pas être représentés dans les états financiers, où RD représente les dépenses en frais de recherche et développement sur les autres dépenses d'exploitation, alors que INTAN représente les actifs intangibles sur l'actif total. Comme les actifs intangibles sont comptabilisés au coût historique et que leur vraie valeur est difficilement appréhendable, racheter des actions lorsque la firme possède des actifs intangibles importants peut signifier que leur valeur de marché est sous-évaluée. Puisque les actifs intangibles servent à estimer l'asymétrie d'information qui, à son tour, est un indicateur d'une possible sous-évaluation, nous proposons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : La probabilité d'annoncer un programme de rachat est reliée positivement au niveau d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires.

1.3.2. Hypothèse relative à l'existence d'un effet de clientèle fiscale

Rappelons que, si un effet de clientèle fiscale existe en matière de dividende, les firmes dont le rendement en dividende (DIV) est faible devraient racheter leurs actions en vue de satisfaire les souhaits des investisseurs préférant les plus-values aux versements de dividendes. Selon cette analyse, nous posons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : La probabilité d'annoncer un programme de rachat est négativement liée au rendement en dividende.

1.3.3. Hypothèses relatives aux flux monétaires excédentaires

Selon l'analyse de la théorie de l'agence, la probabilité de conflits entre actionnaires et dirigeants est d'autant plus élevée que ces derniers sont faiblement impliqués dans le capital des sociétés qu'ils gèrent. De surcroît, ces conflits engendrent des coûts d'agence qui sont assumés par les actionnaires. D'après la théorie des flux monétaires excédentaires, la distribution de fonds aux actionnaires (par le biais du rachat) permettrait de réduire ces coûts. Le rachat d'actions serait alors perçu favorablement par le marché. Dans cette optique, nous étudions si les firmes ont davantage de chances de racheter lorsqu'elles ont plus de FME. Ces flux monétaires excédentaires sont mesurés par les *free cash flows* : $FCF = \text{Bénéfice net, plus ou moins tous les éléments n'ayant aucune incidence sur l'encaisse, augmenté de la variation du besoin en fonds de roulement et diminué des investissements bruts sur l'actif total}$. Ainsi, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : La probabilité d'annoncer un programme de rachat est positivement liée aux flux monétaires excédentaires (FME).

1.3.4. Hypothèse relative à la modification de la structure financière

La quatrième hypothèse testée est celle relative à la modification de la structure financière. Selon l'analyse voulant que le rachat soit un levier pour faire évoluer la structure financière vers un ratio cible, les firmes qui rachètent devraient présenter un niveau d'endettement sous-optimal. En effet, en rachetant leurs actions, ces entreprises réduisent le niveau de leurs fonds propres et augmentent corrélativement leur levier financier. À cet égard, il convient de noter qu'au Canada les entreprises qui rachètent leurs actions sont obligées de les annuler (ce qui n'est pas le cas dans tous les pays). Cette étude utilise le ratio sectoriel⁴ pour mesurer le ratio cible d'endettement (Dittmar, 2000) et vérifie si les firmes annoncent davantage de rachats d'actions lorsqu'elles sont moins endettées que leur ratio cible. La validation de cette hypothèse

⁴ The Financial Post, Data Group, publie annuellement les ratios sectoriels des entreprises canadiennes pour 23 industries.

appuierait la théorie selon laquelle le rachat aurait pour motif la modification de la structure financière vers un ratio considéré comme optimal. La variable *DFFP* représente l'écart entre le ratio cible d'endettement et le ratio de dette financière sur fonds propres de l'entreprise l'année précédant l'annonce de rachat et permet de vérifier l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 : La probabilité d'annoncer un programme de rachat est positivement liée à l'écart entre le niveau d'endettement et le niveau optimal.

1.3.5. Hypothèse relative à la dilution du bénéfice par action

Lorsqu'une entreprise offre des plans d'options d'achat d'actions à ses salariés, les dirigeants peuvent être encouragés à substituer au versement de dividendes le rachat d'actions. Ainsi, selon cette approche, plus le nombre d'options exercées dans le cadre des plans d'options d'achat est élevé, plus les firmes seraient portées à racheter leurs actions. La variable *OPT* (nombre d'options exercé par la firme l'année précédant l'annonce du rachat et l'année courante à l'annonce sur le nombre moyen d'actions en circulation avant l'annonce) permet de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : La probabilité d'annoncer un programme de rachat est positivement liée au nombre d'actions émises dans le cadre de plans d'options d'achat pour les salariés pendant la période du rachat.

1.3.6. Hypothèses relatives à la croissance économique

En répertoriant l'ensemble des travaux sur les motivations du rachat, Weston et Siu (2003) observent que les motifs du rachat changent au fil du temps⁵. Notre étude cherche à voir si la croissance économique du pays pourrait expliquer les observations de Weston et Siu (2003) en matière d'évolution des motifs de rachats. En d'autres ter-

⁵ D'après ces auteurs, le motif de sous-évaluation des cours était plus apparent au début des années 1980. Ensuite, les motifs liés à la fiscalité et à la protection contre les offres publiques d'achat hostiles ont dominé le milieu des années 1980. À la fin des années 1980, soit pendant le *krach*, le rachat servait à racheter des actions sous-évaluées. Enfin, à la fin des années 1990, le rachat servait à prévenir la dilution du bénéfice par action liée à l'émission de nouvelles actions dans le cadre de plans d'options d'achat d'actions.

mes, nous voulons vérifier si la croissance économique influence le comportement des dirigeants en matière de rachats. Aux États-Unis, la corrélation entre l'activité économique anticipée et le rendement des actions est positive et significative (Barro, 1990 ; Mauro, 2003). Il en est de même pour le Canada (Barro, 1990) et plusieurs pays d'Europe (Asprem, 1989 ; Wasserfallen, 1989). Une des hypothèses mises en avant pour expliquer cette relation est la suivante. Dans la mesure où le prix des actions reflète la valeur actualisée des paiements futurs de dividendes et que la croissance des dividendes est influencée par la croissance du PIB, une corrélation entre le rendement boursier de l'année en cours et la croissance économique de l'année suivante est une hypothèse plausible⁶. Ainsi, la variable PIB utilisée dans le modèle mesure la variation annuelle en pourcentage du PIB canadien entre la date t et $t-1$.

Au Canada, la croissance économique est définie et mesurée par l'augmentation réelle du produit intérieur brut (McConnell et al., 1993)⁷. Ainsi, lorsque le marché anticipe une faible croissance du PIB, le cours des actions diminue. Ainsi, en période de faible croissance économique, on peut raisonnablement supposer que les firmes présentant un niveau d'asymétrie élevé seront davantage tentées de racheter plus souvent que les autres pour informer le marché de la valeur de leurs titres. L'hypothèse suivante est donc posée :

Hypothèse 6 : Plus la croissance économique est faible et plus les firmes présentant un niveau d'asymétrie élevé sont susceptibles d'annoncer un programme de rachat pour informer le marché de la valeur de leurs titres.

Lorsque le marché anticipe une forte croissance économique, le cours des actions devrait augmenter. Ainsi, davantage d'actions devraient être émises dans le cadre de plans d'options d'achat d'actions.

⁶ Voir Morck et al. (1990) pour plus d'information sur cette hypothèse et les autres hypothèses qui tentent d'expliquer le lien entre la croissance du rendement et celle de l'activité économique.

⁷ Aux États-Unis, on utilise le produit national brut pour mesurer la croissance économique comme c'était le cas au Canada avant 1986. Ce n'est que depuis 1986 que le Canada utilise le produit intérieur brut comme indicateur central des comptes nationaux publiés par Statistique Canada. Pour citer McConnell et al. (1994) : « ... dans un pays comme le Canada où l'investissement étranger est très important, le produit intérieur brut devenait un meilleur indicateur à la fois de la production réalisée à l'intérieur du Canada et des revenus totaux qui en découlent. »

Dès lors, en période de croissance économique forte, on peut présumer que les firmes recourent plus fréquemment au rachat en vue d'éviter la dilution du bénéfice par action liée aux plans d'options d'achat d'actions. Ainsi, l'hypothèse suivante est posée :

Hypothèse 7 : Plus la croissance économique est importante et plus les firmes sont susceptibles d'annoncer un programme de rachat afin d'éviter la dilution du bénéfice par action.

Le ratio valeur marchande sur valeur comptable, *market to book value* (VMVL), est retenu comme variable de contrôle dans notre modèle, étant donné que cette variable est en concurrence avec nos mesures d'asymétrie d'information et avec notre mesure des FME via les *free cash flows* (FCF). Certains auteurs utilisent le *market to book* afin de mesurer la sous-évaluation du cours, un faible ratio suggérant un cours sous-évalué (Dittmar, 2000 ; Ikenberry et al., 1995), alors que d'autres auteurs utilisent cette variable pour apprécier le niveau de croissance de la firme (Bagwell et Shoven, 1988 ; Li et McNally, 2000 ; Medury et al., 1992). Dans ce dernier cas, une valeur faible indique peu d'opportunités de croissance pour la firme. Cette dernière disposerait alors de davantage de FME à sa disposition.

Le PIB est également utilisé à titre de variable de contrôle afin de tenir compte de l'effet distinct des motifs du rachat en fonction du contexte économique sur la décision de rachat.

2. Données et méthodologie

L'objet de cette deuxième partie est d'exposer la constitution de nos échantillons et de présenter nos modèles empiriques.

2.1. La constitution des échantillons

Afin de vérifier les sept hypothèses exposées précédemment, deux échantillons ont été créés : un échantillon de firmes qui rachètent et un échantillon de firmes qui ne rachètent pas. Ces deux échantillons sont constitués des variables que nous nous proposons de comparer. Les données financières proviennent de la base de données *Stock Guide*, l'information sur le nombre d'actions émises dans le cadre de plans d'options d'achat d'actions est issue du *Financial Post Survey of In-*

dustrials et de *SEDAR* (pour les compagnies plus récentes), alors que la croissance économique annuelle, mesurée par le PIB annuel, provient de *Statistique Canada*.

2.1.1. La source des annonces de rachat

Le *bulletin quotidien de TSX (Daily Record)* publie quotidiennement les annonces de rachat. Ce bulletin a donc été notre source pour la date d'acceptation du rachat d'actions par le *TSX*. Pour chaque jour ouvrable, entre 1990 et 1999, les rachats en bourse annoncés à Toronto ont été répertoriés⁸ pour un total de 1 579 annonces.

2.1.2. L'échantillon de firmes qui ont racheté leurs actions

Pour chacune des 1 579 annonces de rachat, les données financières sur les firmes ont été collectées. Précisons que l'information récupérée correspond à l'année précédant l'annonce du rachat. Une fois enlevées les sociétés présentant des données manquantes (ou aberrantes), les annonces conjointes⁹, les institutions financières, les entreprises publiques, notre échantillon a été ramené à 517 annonces de rachats (pour un total de 252 firmes). Le tableau 1 fournit la répartition dans le temps de ces annonces. On peut noter, par exemple, que sur 252 firmes, 133 ont effectué une seule annonce de rachat au cours de la période de dix ans, alors que 60 firmes ont effectué deux annonces, etc.

Tableau 1 – Nombre d'annonces de rachat entre 1990 et 1999
(échantillon de firmes ayant racheté leurs actions)

Nb d'annonces entre 1990 et 1999	Fréquence	Total Nb d'annonces * Fréquence	Pourcentage
1	133	133	25,73 %
2	60	120	23,21 %
3	24	72	13,93 %
4	14	56	10,83 %
5	9	45	8,70 %
6	3	18	3,48 %
7	3	21	4,06 %
8	3	24	4,64 %
9	2	18	3,48 %
10	1	10	1,93 %
Total	252	517	100,00 %

⁸ D'autres bourses canadiennes comme Montréal et Vancouver ont connu des rachats en bourse, mais en petit nombre (Barnes et al., 1997).

⁹ Les annonces conjointes représentent les annonces de BPA, d'un versement de dividendes spéciaux, d'une augmentation du dividende ou d'un fractionnement d'actions.

2.1.3. L'échantillon de firmes n'ayant pas racheté leurs actions

Cet échantillon comprend toutes les firmes dont les données sont répertoriées dans la base de données *Stock Guide* et n'apparaissant pas dans le *bulletin quotidien du TSX* comme ayant annoncé un rachat d'actions entre 1990 et 1999. Concrètement, cet échantillon a été constitué de la façon suivante :

➤ Nous avons d'abord identifié toutes les firmes inscrites dans la base de données *Stock Guide*, soit 1 161 entreprises.

➤ De ce groupe, les firmes qui ont racheté des actions pendant la période de l'étude, entre 1990 et 1999, ont été enlevées. Les institutions financières et les compagnies publiques ont également été retirées de l'échantillon. À cette étape, il est resté 566 firmes n'ayant pas racheté leurs actions.

➤ Ces firmes ont été réparties en dix groupes pour les dix années de l'étude. Cette répartition a été faite de façon aléatoire et en respectant les mêmes pourcentages que dans l'échantillon de firmes ayant racheté leurs actions (voir tableau 2).

➤ Enfin, les informations financières et les données sur la propriété ont été collectées, pour chacune des 566 firmes. À cette dernière étape, certaines firmes ont été exclues de l'échantillon lorsque les données pour l'année requise n'étaient pas disponibles. En effet, même si la firme fait partie de la base de données *Stock Guide*, il peut exister des lacunes pour certaines années. Suite à ce dernier examen, il est resté 469 firmes dans notre échantillon de contrôle.

Tableau 2 – Nombre de rachats par année

	Firmes ayant racheté		Firmes n'ayant pas racheté	
	Nombre d'annonces	% d'annonces	Nb. de firmes n'ayant pas annoncé	% de firmes n'ayant pas annoncé de rachat
1990	32	6,19 %	32	6,82 %
1991	20	3,87 %	20	4,26 %
1992	20	3,87 %	18	3,84 %
1993	21	4,06 %	18	3,84 %
1994	17	3,29 %	14	2,99 %
1995	38	7,35 %	37	7,89 %
1996	49	9,48 %	45	9,59 %
1997	72	13,93 %	63	13,43 %
1998	107	20,70 %	97	20,68 %
1999	141	27,27 %	125	26,65 %
Total	517	100,00 %	469	100,00 %

L'information sur l'échantillon des firmes n'ayant pas racheté est résumée dans le tableau 2, en comparaison avec l'échantillon des firmes ayant racheté. On voit, par exemple, que 6,19 % des annonces de rachat de notre échantillon ont eu lieu en 1990 (dans ce cas, on s'intéresse aux données financières de 1989, soit l'année précédant le rachat) et que 6,82 % des firmes de notre échantillon n'ayant pas racheté sont situées en 1990.

2.2. Les modèles empiriques

Cette étude empirique réalisée sur le marché canadien sur la période 1990-1999 a permis de tester les sept hypothèses susmentionnées à partir d'un modèle de régression logistique liant la probabilité de rachat à différentes variables explicatives. Le signe des coefficients indique si la probabilité pour une entreprise de racheter des actions est une fonction croissante ou décroissante de la variable explicative correspondante. Deux équations ont fait l'objet de tests :

Équation 1 :

$$\text{RACHAT} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{RD}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{INTAN}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{DIV}_{i(t-1)} + \beta_4 \text{FCF}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{DFFP}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{OPT}_{i(t,t-1)} + \beta_7 \text{VMVL}_{i(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$$

Équation 2 :

$$\text{RACHAT} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{RD}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{INTAN}_{i(t-1)} + \beta_3 \text{DIV}_{i(t-1)} + \beta_4 \text{FCF}_{i(t-1)} + \beta_5 \text{DFFP}_{i(t-1)} + \beta_6 \text{OPT}_{i(t,t-1)} + \beta_7 \text{VMVLD}_{i(t-1)} + \beta_8 \text{PIB}_{(t)} + \beta_9 \text{RD}_{i(t-1)} * \text{PIB}_{(t)} + \beta_{10} \text{INTAN}_{i(t-1)} * \text{PIB}_{(t)} + \beta_{11} \text{DIV}_{i(t-1)} * \text{PIB}_{(t)} + \beta_{12} \text{FCF}_{i(t-1)} * \text{PIB}_{(t)} + \beta_{13} \text{DFFP}_{i(t-1)} * \text{PIB}_{(t)} + \beta_{14} \text{OPT}_{i(t,t-1)} * \text{PIB}_{(t)} + \varepsilon_{i,t}$$

où :

i : Firme i ;

t : Temps mesuré par l'année financière de la firme (1990 à 1999) ;

RACHAT_{it} : Variable dichotomique = 1 si la firme i a annoncé un rachat d'actions au temps t et 0 sinon ;

$\text{RD}_{i(t-1)}$: Variable dichotomique = 1 si la firme i effectue des dépenses en recherche et développement au temps $t-1$ et 0 autrement ;

$INTAN_{i(t-1)}$: Actifs intangibles sur actif total de la firme i au temps $t-1$;

$DIV_{i(t-1)}$: Variable dichotomique = 1 si la firme i verse des dividendes au temps $t-1$ et 0 autrement ;

$FCF_{i(t-1)}$: Bénéfice net plus ou moins tous les éléments n'ayant aucune incidence sur l'encaisse plus la variation du besoin en fonds de roulement moins les investissements bruts sur l'actif total, de l'entreprise i au temps $t-1$;

$DFFP_{i(t-1)}$: Dettes financières sur fonds propres sectoriel au temps $t-1$ – dette financière sur fonds propres de l'entreprise i au temps $t-1$;

$OPT_{i(t,t-1)}$: Nombre d'options exercées pour la firme i au temps $t-1$ et au temps t sur le nombre moyen d'actions en circulation au temps $t-1$;

$VMVL_{i(t-1)}$: Valeur de marché des actions ordinaires au temps t de l'entreprise i sur valeur comptable des actions ordinaires au temps t de l'entreprise i ;

PIB_{it} : Variation annuelle en pourcentage du PIB canadien au temps t ;

$\varepsilon_{i,t}$: Terme d'erreur.

Notre premier modèle permet de tester les cinq premières hypothèses, alors que le deuxième modèle permet de tester les hypothèses 6 et 7.

3. Résultats

3.1. Analyse descriptive et coefficients de corrélation

3.1.1. Statistiques descriptives des échantillons

Le tableau 3 présente certaines statistiques descriptives ainsi que les résultats des tests d'égalité de moyenne pour nos échantillons de 517 firmes ayant annoncé des rachats et de 469 firmes qui n'ont pas annoncé de rachats. La première partie du tableau présente la moyenne et l'écart-type de chaque variable dépendante pour ces deux groupes. En-

suite, les valeurs du test de moyenne et leurs seuils de significativité sont présentés.

Le tableau 3 indique, entre autres, que les firmes qui rachètent effectuent moins de dépenses en recherche et développement (RD). En effet, 1,87 % des dépenses d'exploitation des firmes qui ont racheté sont affectées à la recherche et développement comparativement à 5,20 % pour les firmes qui n'ont pas racheté. Ce résultat est hautement significatif ($p < 0,001$). En relation avec la variable INTAN, les résultats ne sont pas significatifs. Soulignons que, dans une étude portant sur les rachats aux États-Unis entre 1990 et 1994, Barth et Kasznik (1999) arrivent à des résultats non significatifs pour ces deux variables. En outre, les firmes qui ont racheté, ont versé davantage de dividendes (DIV), mais ce résultat n'est pas significatif.

Par ailleurs, on remarque que les firmes qui ont racheté ont significativement ($p < 0,001$) davantage de flux monétaires excédentaires (mesurés par la variable FCF) que les firmes qui n'ont pas racheté. Ce résultat supporte l'hypothèse des flux monétaires excédentaires.

Tableau 3 – Statistiques descriptives et tests de comparaison de moyennes

	Ayant racheté		N'ayant pas racheté		t test?
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	
RD	1,87 %	6,57 %	5,20 %	13,21 %	5,07***
INTAN	8,54 %	12,01 %	8,95 %	15,58 %	0,47
DIV	1,42 %	4,67 %	0,99 %	7,96 %	-1,06
FCF	-4,67 %	17,91 %	18,35 %	30,85 %	8,61***
DFFP	0,33	1,16	0,26	1,10	-1,03
OPT	0,53 %	1,23 %	0,38 %	0,95 %	-2,06**
VMVL	2,04	1,59	4,77	14,60	4,22***

Notes : (1) Rappelons qu'il s'agit des caractéristiques financières et de propriété pour l'année financière précédant l'annonce de rachat à l'exception de la variable OPT pour laquelle on a utilisé l'année financière du rachat en plus de l'année précédant le rachat.

(2) *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$ (test bidirectionnel).

(3) RD = Frais de recherche et de développement sur dépenses d'exploitation (coût des marchandises vendues + frais de ventes et d'administration + amortissement + frais de recherche et de développement + autres dépenses) ; INTAN = Actifs intangibles sur actif total ; DIV = Dividendes sur cours ; FCF = Bénéfice net plus ou moins tous les éléments n'ayant aucune incidence sur l'encaisse (comme l'impôt reporté, l'amortissement, les gains et pertes sur actifs) plus la variation du besoin en fonds de roulement moins les investissements bruts sur l'actif total ; DFFP = Dette financière sur fonds propres sectoriel – dette financière sur fonds propres de l'entreprise ; OPT = Nombre d'options exercées au cours de l'année précédant le rachat et l'année du rachat sur nombre moyen d'actions en circulation l'année précédant le rachat ; VMVL = valeur de marché des actions sur leur valeur comptable.

Toujours d'après les résultats du tableau 3, les firmes qui rachètent sont plus éloignées du ratio cible d'endettement que les firmes qui ne rachètent pas, toutefois ce résultat n'est pas significatif. En outre, les firmes ayant racheté ont exercé davantage d'options dans le cadre de plans d'options d'achat pour leurs salariés au cours de l'année financière précédant le rachat et de l'année du rachat (OPT) ; soit 0,53 % du nombre d'actions en circulation comparativement à 0,38 % pour les firmes qui ne rachètent pas. Ce dernier résultat est en accord avec la théorie voulant que le rachat serve à éviter la dilution du BPA.

Enfin, on constate que la valeur de marché des firmes qui ne rachètent pas est en moyenne 4,77 fois plus grande que leur valeur comptable alors que ce rapport est de seulement 2,04 pour les firmes qui rachètent. Notons que ce dernier résultat est hautement significatif ($p < 0,001$) et confirme les études antérieures comme celle de Medury et *al.* (1992) et celle de Bagwell et Shoven (1988).

3.1.2. Coefficients de corrélation

Le tableau 4 présente le coefficient rho de Spearman. En dessous de chaque coefficient est indiquée la signification qui lui est associée pour un test bidirectionnel. Vérifions si les corrélations les plus importantes – celles supérieures à 0,20 et présentées en caractères gras – ont du sens. Tout d'abord, on remarque une corrélation positive de 0,28 entre les variables RD (frais de recherche et développement) et VMVL (valeur de marché sur valeur comptable des actions). Cette relation est normale puisque des opportunités de croissance importantes (VMVL élevée) peuvent se manifester sous forme de frais de recherche et développement. Une corrélation positive et non négligeable de 0,37 entre le rendement en dividendes (DIV) et la variable FCF est également observée. Ce résultat était attendu puisque les firmes qui possèdent davantage de flux monétaires excédentaires sont en meilleure position pour distribuer des fonds aux actionnaires sous forme de dividendes. Enfin, les variables FCF et VMVL sont négativement corrélées (coefficient de corrélation = -0,24) et, encore une fois, il s'agit d'un résultat attendu puisqu'une valeur faible de VMVL peut signifier un manque d'opportunités de croissance et, par conséquent, justifier l'existence de flux monétaires excédentaires élevés.

Tableau 4 – Estimateurs des coefficients de corrélation des variables du modèle de la régression logistique

		RD	INTAN	DIV	FCF	DFFP	OPT	VMVL	PIB
RD	Coeff. de corr.	1,00	0,00	-0,15	-0,10	0,03	0,07	0,28	0,06
	Valeur p		0,92	0,00	0,00	0,32	0,03	0,00	0,08
INTAN	Coeff. de corr.		1,00	0,07	-0,05	-0,04	0,01	0,08	0,07
	Valeur p			0,04	0,15	0,17	0,66	0,01	0,03
DIV	Coeff. de corr.			1,00	0,37	-0,04	-0,09	-0,17	0,11
	Valeur p				0,00	0,17	0,00	0,00	0,00
FCF	Coeff. de corr.				1,00	0,08	-0,08	-0,24	-0,14
	Valeur p					0,01	0,02	0,00	0,00
DFFP	Coeff. de corr.					1,00	0,01	0,02	0,07
	Valeur p						0,74	0,52	0,03
OPT	Coeff. de corr.						1,00	0,15	0,19
	Valeur p							0,00	0,00
VMVL	Coeff. de corr.							1,00	0,11
	Valeur p								0,00
PIB	Coeff. de corr.								1,00

Notes : RD = Frais de recherche et de développement sur dépenses d'opération (coût des marchandises vendues + frais de ventes et d'administration + amortissement + frais de recherche et de développement + autres dépenses) ; INTAN = Actifs intangibles sur actif total ; DIV = Dividendes sur cours ; FCF = Bénéfice net plus ou moins tous les éléments n'ayant aucune incidence sur l'encaisse (comme l'impôt reporté, l'amortissement, les gains et pertes sur actifs) plus la variation du besoin en fonds de roulement moins les investissements bruts sur l'actif total ; DFFP = Dette financière sur fonds propres sectoriel – dette financière sur fonds propres de l'entreprise ; OPT = Nombre d'options exercées au cours de l'année précédant le rachat et l'année du rachat sur nombre moyen d'actions en circulation l'année précédant le rachat ; VMVL = valeur de marché des actions sur leur valeur comptable ; PIB = Variation annuelle en pourcentage du PIB canadien.

Soulignons qu'en général, les variables semblent modérément corrélées, qu'aucun coefficient n'est supérieur à 0,37 et que les coefficients présentant une corrélation supérieure à 0,20 sont cohérents. La prochaine section confronte, en un seul modèle, les variables indépendantes afin d'identifier l'influence de chacune d'entre elles sur la probabilité de rachat.

3.2. Résultat des modèles empiriques

Dans le but de cerner les motivations des firmes cotées sur le marché canadien pour annoncer le rachat de leurs propres actions au cours des années 1990 en fonction de la croissance économique, nous avons utilisé les deux modèles empiriques exposés précédemment. Ces deux modèles empiriques (voir équations 1 et 2) permettent d'étudier l'influence de chaque variable indépendante sur la probabilité de rachat. Le tableau 5 résume les résultats de ces deux modèles.

Tableau 5 - Résultats des régressions logistiques

	Signe prévu	Modèle 1	Modèle 2
RD	(+)	-0,20	0,59*
INTAN	(+)	0,01	0,03**
DIV	(-)	1,24***	0,67**
FCF	(+)	0,02***	0,01**
DFFP	(+)	0,01	0,03
OPT	(+)	0,28***	0,06
VMVL	(?)	-0,14***	-0,15***
PIB	(?)	-	0,13**
RD*PIB	(-)	-	-0,22**
INTAN*PIB	(-)	-	-0,01**
DIV*PIB	(?)	-	0,26***
FCF*PIB	(+)	-	0,00
DFFP*PIB	(?)	-	-0,01
OPT*PIB	(+)	-	0,07**
Constante	(?)	0,15	-0,29
N (firmes qui rachètent)	507		
N (firmes qui ne rachètent pas)	469		
% de firmes bien classées		66,94 %	68,26 %
Pseudo-R ²		0,1661	0,2056
Statistique de vraisemblance		194,34***	232,72***

Notes : *** p < 0,01 ; ** p < 0,05 ; * p < 0,10 (test unidirectionnel).

Variable dépendante : RACHAT (variable dichotomique = 1 si la firme rachète des actions et 0 autrement)

RD = Variable binaire égale à 1 si l'entreprise effectue des dépenses en recherche et développement et 0 sinon ; INTAN = Actifs intangibles sur actif total ; DIV = Variable binaire égale à 1 si l'entreprise verse des dividendes et 0 sinon ; FCF = Bénéfice net plus ou moins tous les éléments n'ayant aucune incidence sur l'encaisse (tels que l'impôt reporté, l'amortissement, les gains et pertes sur actifs) plus la variation du besoin en fonds de roulement moins les investissements bruts sur l'actif total ; DFFP = Dette financière sur fonds propres du secteur industriel moins dette financière sur fonds propres ; OPT = Nombre d'options exercées au cours de l'année précédant le rachat et l'année du rachat sur nombre moyen d'actions en circulation l'année précédant le rachat ; VMVL = Valeur de marché des actions sur leur valeur comptable ; PIB = Variation annuelle en pourcentage du produit intérieur brut canadien.

La troisième colonne du tableau 5 présente les résultats du premier modèle, indiquant les variables les plus susceptibles d'expliquer les rachats d'actions survenus entre 1990 et 1999. Il présente dans l'ordre : les coefficients du maximum de vraisemblance du modèle *Logit* relatifs à chaque variable, les signes attendus sur ces estimateurs ainsi que le test de Wald et sa signification. Pour ce qui est de la validité générale, les tests concluent tous à la significativité du modèle : la statistique de vraisemblance est significative au seuil de 1 %, le pseudo-R² attribue un pouvoir explicatif de l'ordre de 0,16 et le modèle classe correctement 67 % des firmes de notre échantillon¹⁰.

¹⁰ Notons que le modèle de régression logistique est robuste si on observe l'hypothèse d'indépendance des erreurs et la non-colinéarité entre les variables indépendantes. Puisqu'il n'existe pas de test formel pour vérifier la présence d'auto-corrélation des er-

Le premier modèle permet de vérifier nos cinq premières hypothèses. En ce qui concerne la théorie des signaux, on vérifie que les firmes ont plus de chances de racheter lorsqu'elles présentent un niveau d'asymétrie informationnelle plus élevé, c'est-à-dire si elles effectuent davantage de dépenses en recherche et développement (RD) et si elles disposent de davantage d'actifs intangibles (INTAN). À cet effet, le tableau indique que la variable RD présente un signe contraire aux prévisions alors que la variable INTAN affiche le signe attendu. Toutefois, dans les deux cas, ces résultats ne sont pas significatifs au seuil d'erreur de 5 %. Ainsi, les résultats n'apportent aucun appui à l'hypothèse 1, c'est-à-dire qu'ils n'indiquent pas que les rachats d'actions au Canada, au cours des années 1990, ont servi à racheter des actions présentant une forte asymétrie informationnelle et donc un risque plus fort de sous évaluation.

Par ailleurs, les résultats ne corroborent pas davantage la théorie de l'effet de clientèle fiscale. Contrairement à ce qui est énoncé par l'hypothèse 2, les firmes ont davantage tendance à racheter des actions lorsqu'elles offrent un rendement en dividendes plus important. En plus d'être statistiquement significatif ($p < 0,001$), ce résultat est contraire à ce qui était attendu. Notons toutefois que ce résultat rejoint celui de Medury et *al.* (1992). Dans un autre ordre d'idées, Grullon et Michaely (2002) ont mis en évidence que le rachat d'actions et le versement de dividendes agissent de façon complémentaire dans le cadre de la politique de distribution de l'entreprise. Nos résultats semblent appuyer davantage cette théorie. Effectivement, l'augmentation des probabilités de rachat lorsque la firme verse plus de dividendes suggère un motif commun au rachat d'actions et au versement de dividendes.

reurs, un modèle est adapté en supposant l'indépendance entre les erreurs provenant d'une même firme pour ensuite comparer les résultats avec une procédure plus robuste qui prend en compte la dépendance entre les observations d'une même firme. Si les résultats sont identiques d'un ensemble à l'autre, les observations sont considérées indépendantes. Puisque les deux ensembles de résultats mènent aux mêmes conclusions, l'hypothèse d'indépendance entre les observations d'une même firme est plausible. Les résultats présentés sont ceux de la procédure robuste, dont les erreurs types sont un peu plus élevées, et les valeurs p sont légèrement plus grandes. Les conclusions sont toutefois les mêmes, que l'on considère l'indépendance entre les observations ou que l'on tienne compte de la dépendance (structure robuste). Afin de vérifier si les variables du modèle présentent une trop forte colinéarité, un test de la condition de l'index a été effectué. Dans notre cas, la valeur maximale de l'indice est de 5,40234. Dans la littérature scientifique, on indique que la colinéarité est moyenne lorsque cet indice est dans les environs de 30 et forte lorsque cet indice est de l'ordre de 100. Ainsi, tout porte à croire que la colinéarité est très faible.

Inversement, les résultats du tableau 5 semblent appuyer la thèse des flux monétaires excédentaires (FME). Les firmes ont plus de chance de racheter lorsqu'elles ont davantage de FME à leur disposition (variable FCF). Ce dernier résultat est significatif ($p < 0,001$) et appuie l'hypothèse 3. Conformément aux études récentes sur les motivations du rachat (Dittmar, 2000 ; Grullon et Michaely, 2004 ; Jong et *al.*, 2003 ; Li et McNally, 2000), notre étude supporte la théorie des FME. Le rachat d'actions et le versement de dividendes sont bien des outils qui permettent de distribuer les flux monétaires excédentaires aux actionnaires. Ceci rejoint les conclusions de Jong et *al.* (2003) qui montrent que les dirigeants décident, dans un premier temps, de l'ampleur des fonds qui seront distribués aux actionnaires et, ensuite, de la forme que prendra cette distribution (dividendes, rachat d'actions).

Contrairement à l'hypothèse voulant que le rachat soit utilisé en vue de faire évoluer la structure financière vers un ratio cible (Hypothèse 4), aucune relation significative n'est observée entre la variable DFFP et la probabilité de rachat. Par ailleurs, attendu que nos résultats mettent en évidence une relation positive et significative ($p < 0,001$) entre la probabilité de rachat et la variable OPT, l'hypothèse 5 est corroborée. En outre, ce résultat appuie la théorie voulant que le rachat vise à éviter la dilution du bénéfice par action (Bens et *al.*, 2003 ; Bens et *al.*, 2002 ; Dittmar, 2000 ; Kahle, 2002). Enfin, notons que la variable VMVL est négative et hautement significative. Ce résultat peut indiquer le peu d'opportunités de croissance (Dittmar, 2000 ; Ikenberry et *al.*, 1995) ou un cours de l'action sous-évalué (Bagwell et Shoven, 1988 ; Li et McNally, 2000 ; Medury et *al.*, 1992).

Le deuxième modèle dont les résultats figurent dans la 4^e colonne du tableau 5 permet d'évaluer l'effet de la croissance économique sur chaque motivation du rachat. Pour ce qui est de la validité générale, les tests concluent encore tous à la significativité du modèle : la statistique de vraisemblance est significative au seuil de 1 %, le pseudo- R^2 attribue un pouvoir explicatif de l'ordre de 0,21 et le modèle classe correctement 68 % des firmes de notre échantillon.

Les résultats montrent que la variable PIB est positive et hautement significative, ce qui signifie que les firmes rachètent davantage en période de croissance économique. À cet égard, les résultats montrent que les variables RD*PIB et INTAN*PIB ont le signe attendu et qu'elles sont significatives. Par conséquent, en période de faible croissance

économique, les firmes pouvant être considérées comme ayant un niveau élevé d'asymétrie informationnelle sont davantage susceptibles de racheter leurs actions. Ces résultats corroborent l'hypothèse 6 : en période de faible croissance économique, le rachat a servi à racheter des actions susceptibles d'être mal évaluées par le marché du fait d'un niveau élevé d'asymétrie. Ce résultat confirme ceux obtenus par Barth et Kasnik (1999) dans leur étude (réalisée sur la période 1990 - 1994) qui montre que les firmes ont d'autant plus de chances de racheter leurs actions lorsqu'elles ont davantage d'actifs intangibles. De plus, notons que les variables RD et INTAN – même si elles n'étaient pas significatives dans le premier modèle – le sont dans le deuxième. En effet, après avoir tenu compte du contexte économique, les variables RD et INTAN présentent les signes attendus et sont marginalement significatives. Ainsi, contrairement au premier modèle, ces résultats apportent un certain support à l'hypothèse 1 : la probabilité de rachat est augmentée lorsque le niveau d'asymétrie informationnelle est plus élevé et que l'on tient compte de la croissance du PIB.

Concernant l'hypothèse 7, on remarque que la probabilité de rachat est significativement influencée par la variable OPT*PIB. Ce résultat indique qu'en période de forte croissance économique, les firmes ont plus de chances de racheter des actions lorsque davantage d'actions ont été émises dans le cadre de plans d'options d'achat d'actions pour employés. À cet égard, on remarque également que la variable OPT n'est plus significative dans le deuxième modèle. Ce résultat supporte davantage l'hypothèse 7, puisqu'il indique que le rachat en vue d'éviter la dilution du BPA est essentiellement influencé par l'activité économique. Par ailleurs, un résultat significatif et non prédit est celui de la variable DIV*PIB. Ce résultat indique qu'en période de croissance économique, les firmes ont plus de chances de racheter des actions lorsqu'elles versent également des dividendes. À cet effet, (Han, 2000) trouve que le versement de dividendes augmente en fonction du PNB américain. Par ailleurs, on constate que la variable FCF*PIB n'est pas significative. Ce résultat indique que la croissance économique n'incite pas la firme à racheter des actions en vue de distribuer les flux monétaires excédentaires aux actionnaires. Ainsi, nos résultats suggèrent que les firmes rachètent davantage lorsqu'elles possèdent des FME importants et ceci quel que soit le niveau de l'activité économique. Enfin, comme prévu, la variable DFFP*PIB n'est pas significative, ce qui

confirme l'absence d'impact de la structure financière (*via* le ratio cible) sur les programmes de rachats d'actions.

Conclusion

Cette étude s'inspire des théories évoquées dans la littérature financière pour vérifier si l'activité économique d'un pays influence les motivations des firmes pour annoncer des rachats d'actions. Le marché canadien présente l'avantage de connaître les rachats d'actions depuis plus longtemps que le marché français. Cela permet d'étudier l'évolution dans le temps des motivations des rachats et, plus particulièrement, l'impact de l'activité économique sur cette pratique. Afin de répondre à l'objectif de cette étude, les annonces de programmes de rachats effectuées sur la Bourse du *Toronto Stock Exchange* entre 1990 et 1999 ont été répertoriées. Notre échantillon final est constitué de 517 annonces de rachat. Ces 517 annonces ont ensuite été appariées à un échantillon de 469 firmes n'ayant pas racheté leurs actions au cours de la même période.

Les résultats de cette étude empirique réalisée sur le marché canadien mettent d'abord en évidence que les firmes qui annoncent des rachats d'actions présentent des différences significatives par rapport à celles qui n'annoncent pas de rachat. Entre autres, les firmes qui annoncent des rachats dégagent davantage de flux monétaires excédentaires (FME), émettent davantage d'actions dans le cadre de plans d'options d'achat d'actions (OPT), effectuent moins de dépenses en recherche et développement (RD) et présentent un ratio valeur de marché des actions sur valeur comptable plus faible (VMVL) que les firmes qui ne rachètent pas.

Plusieurs motivations ont été mises en avant pour expliquer l'attrait des politiques de rachat d'actions. Les résultats montrent que la distribution de flux monétaires excédentaires (FME), la prévention de la dilution du bénéfice par action (BPA) et l'envoi d'un signal sont les principales motivations des annonces de rachats survenus entre 1990 et 1999. En dépit des différences législatives et fiscales entre le Canada et les États-Unis, ces résultats sont en accord avec la littérature américaine récente sur le rachat d'actions (Fenn et Liang, 2001 ; Bens *et al.*, 2002 ; Bens *et al.*, 2003 ; Jong *et al.*, 2003 ; Grullon et Michaely, 2004). En fait, il semble que les firmes cotées sur le marché canadien

sont davantage susceptibles d'annoncer des rachats d'actions plus elles effectuent de dépenses de R&D, possèdent d'actifs intangibles, versent des dividendes et disposent de flux monétaires excédentaires. En outre, les probabilités de rachat sont augmentées lorsqu'une société émet davantage d'actions dans le cadre de plans d'options d'achat et lorsque son ratio *market to book value* est faible.

Nos résultats indiquent également que la société est davantage encline à racheter des actions en période de croissance économique. Toutefois, en période de faible croissance, la firme se sert du rachat d'actions en vue de réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs alors qu'en période de forte croissance, le rachat sert à prévenir la dilution du BPA liée aux plans d'options d'achat d'actions pour les employés. Cette étude est l'une des premières à tester empiriquement les motifs du rachat selon l'activité économique au Canada. En outre, nos résultats confirment les propositions de Weston et Siu (2003) qui estiment que les motifs du rachat changent au fil du temps. Ce résultat permet également d'expliquer certains résultats contradictoires des études antérieures sur le sujet. Les résultats indiquent également que le rachat en vue de distribuer des FME n'est pas influencé par l'activité économique, que les firmes ne rachètent ni afin d'atteindre une structure financière cible, ni pour satisfaire une clientèle spécifique d'investisseurs. Au total, le rachat d'actions pourrait répondre aux mêmes objectifs que le versement de dividendes étant donné qu'une firme rachète davantage lorsqu'elle verse également des dividendes.

Notons enfin, sur un plan plus managérial, que le fait de racheter des actions pour distribuer des flux monétaires excédentaires aux actionnaires constitue un résultat réconfortant pour ces derniers dans la mesure où cela peut être interprété comme la manifestation d'une pression efficace exercée sur les dirigeants par les actionnaires pour qu'ils utilisent au mieux de leurs intérêts les *cash flows* de la firme. De ce point de vue, le développement des programmes de rachat d'actions par les firmes cotées – que ce soit en Amérique du Nord ou en Europe – peut être interprété comme le signe de la montée en puissance du pouvoir des actionnaires sur les dirigeants des firmes cotées. Ces derniers sont en effet incités à rendre les flux monétaires excédentaires aux actionnaires, surtout dans le cas où les opportunités d'investissements créateurs de valeur sont limitées. Inversement, il est moins réconfortant de constater que le rachat peut également servir, dans certains cas, à

manipuler le bénéfice par action en vue de camoufler l'effet réel des plans d'options d'achat d'actions octroyés aux employés.

Bibliographie

- Asprem M. (1989), « Stock Prices, Asset Portfolios and Macroeconomic Variables in Ten European Countries », *Journal of Banking & Finance*, vol. 13, n° 4-5, p. 589-612.
- Bagwell L.S. et Shoven J.B. (1988), « Shares Repurchases and Acquisitions : An Analysis of Which Firms Participated », in *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, University of Chicago Press, p. 191-220.
- Barnes T. Burnie D. et Gunay E. (1997), « Note sur les rachats via Bourse au Canada (1987-1995) », *FINÉCO*, vol. 7, n° 2, p. 137-148.
- Barro R.J. (1990), « The Stock Market and Investment », *The Review of Financial Studies*, vol. 3, n° 1, p. 115-131.
- Barth M.E. et Kasznik R. (1999), « Share Repurchases and Intangible Assets », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 28, n° 2, p. 211-241.
- Bartov E. (1991), « Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 14, n° 3, p. 275-294.
- Bens D.A., Nagar V., Skinner D.J. et Wong M.H.F. (2003), « Employee Stock Options, Eps Dilution, and Stock Repurchases », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 36, n° 1-3, p. 51-90.
- Bens D.A., Nagar V. et Wong M. H. F. (2002), « Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 40, n° 2, p. 359-393.
- Comment R. et Jarell G.A. (1991), « The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, p. 1243-1272.
- Dann L. Y. (1981), « Common Stock Repurchases : An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 2, p. 113-138.
- Dereeper S. et Romon F. (2006), « Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, mars, p. 157-186.

- Dittmar A.K. (2000), « Why Do Firms Repurchase Stock ? », *Journal of Business*, vol. 73, n° 3, p. 331-355.
- Fenn G.W. et Liang N. (2001), « Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives », *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n° 1, p. 45-72.
- Ginglinger E. et L'Her J.F. (2006), « Ownership Structure and Open Market Repurchases in France », *European Journal of Finance*, vol. 12, n° 1, p. 77-94.
- Grullon G. et Michaely R. (2002), « Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 4, p. 1649-1684.
- Grullon G. et Michaely R. (2004), « The Information Content of Share Repurchase Programs », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 651-680.
- Guffey D.M. et Schneider D.K. (2004), « Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases », *Journal of Business and Economic Studies*, vol. 10, n° 2, p. 13-27.
- Han J.C. (2000), « Equity Valuation Cannot Outgrow the Economy over the Long Run », *Business Economics*, vol. 35-58, n° 3, p. 53.
- Ikenberry D., Lakonishok J. et Vermaelen T. (1995), « Market Underreaction to Open Market Share Repurchases », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n° 2, p. 181-208.
- Ikenberry D., Lakonishok J. et Vermaelen T. (2000), « Stock Repurchases in Canada : Performance and Strategic Trading », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 5, p. 2373-2398.
- Jiraporn P. (2006), « Share Repurchases, Shareholder Rights, and Corporate Governance Provisions », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 17, n° 1, p. 35-47.
- Jong A.D., Dijk R.V. et Veld C. (2003), « The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms : Empirical Evidence Based on an Alternative Research Design », *International Review for Financial Analysis*, vol. 12, p. 349-377.
- Kahle K.M. (2002), « When a Buyback Isn't a Buyback : Open Market Repurchases and Employee Options », *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 1, p. 235-261.
- Li K. et McNally W. (2000), « Information Signalling or Agency Conflicts : What Explains Canadian Open Market Share Repurchases ? », Working paper, University of British Columbia.

- Mauro P. (2003), « Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economies », *Journal of Development Economics*, vol. 71, n° 1, p. 129-153.
- McConnell C.R., Brue S.L. et Barbiero T. P. (1993), *Macro Economics*, McGraw-Hill Ryerson Limited, 6^e éd.
- McConnell C.R., Brue S.L. et Tremblay G. (1994), *Économie Globale*, McGraw-Hill, 1994, 4e éd.
- Medury P.V., Bowyer L.E. et Srinivasan V. (1992), « Stock Repurchases : A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms », *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 31, n° 1, p. 21-44.
- Miller M.H. et Modigliani F. (1963), « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction », *American Economic Review*, vol. 53, p. 433-443.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1961), « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, vol. 34, n° 4, p. 411-433.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1990), « The Stock Market and Investment : Is the Market Sideshow ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 0, n° 2, p. 157-202.
- Vermaelen T. (1981), « Common Stock Repurchases and Market Signalling : An Empirical Study », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 2, p. 139-183.
- Wasserfallen W. (1989), « Macroeconomics News and the Stock Market : Evidence from Europe », *Journal of Banking & Finance*, vol. 13, n° 4-5, p. 613-626.
- Weston J.F. et Siu J.A. (2003), « Changing Motives for Share Repurchases », Working paper, University of California.