

Cahier de recherche 2017-08

**Le moment de la réalisation d'une opération en capital
est-il opportun ou choisi opportunément?**

Charlotte Beauchamp

Dr. Sc. Écon., CPA-CGA

Professeure ESG UQAM

C.P. 8888, Succursale Centre-Ville,

Montréal, Qc, Canada

H3C 3P8

Septembre 2017

Résumé

Cette recherche vise à déterminer si les managers réalisent des opérations sur leur capital à un moment opportun ou si elles ont plutôt tendance à choisir ce moment et à manipuler les résultats en conséquence. En étudiant 1 645 émissions d'actions et 519 opérations de rachat, nous constatons que les firmes émettrices ont tendance à manipuler leurs résultats à la hausse pour influencer positivement la performance opérationnelle affichée et probablement aussi leurs cours boursiers. Les performances opérationnelles et boursières ainsi que les « accruals » discrétionnaires sont en effet significativement positifs avant la réalisation de la transaction et les rentabilités deviennent significativement négatives par la suite. En revanche, les « accruals » discrétionnaires ne sont pas significatifs lorsque les firmes réalisent un rachat d'actions. De plus, les performances opérationnelles sont anormalement élevées avant ce type de transaction, alors que les rentabilités boursières sont anormalement faibles. Suite à l'opération, les performances opérationnelles demeurent anormalement élevées et les cours tendent à augmenter. De ces résultats, nous pouvons déduire que les rachats sont réalisés à un moment propice et qu'ils constituent un moyen pour les firmes de signaler la sous-capitalisation boursière. En identifiant des situations propices à la gestion des bénéfices et la présence d'anomalies sur les marchés boursiers, cette recherche peut s'avérer utile aux normalisateurs ainsi qu'aux organismes de réglementation des marchés boursiers.

Mots clés : opérations en capital; rentabilité opérationnelle; rentabilité boursière; manipulations des résultats.

Introduction

Les stratégies d'investissements et de financements des entreprises les amènent souvent à réaliser des opérations sur les marchés des capitaux. En cas de financement, il peut s'agir, par exemple, d'émissions d'actions. Relativement aux investissements, les firmes peuvent entreprendre des programmes de rachats d'actions. Peu importe le motif de ces opérations boursières, elles ont suscité l'intérêt de nombreux chercheurs, notamment parce qu'elles sont fréquentes et parce qu'elles peuvent être source d'anomalies. Elles constituent souvent des situations où l'hypothèse d'efficience des marchés peut être remise en doute. Ceci est probablement dû fait qu'elles ont généralement lieu dans un contexte de forte asymétrie informationnelle où les gains liés à l'adoption d'un comportement opportuniste sont non négligeables.

La plupart des recherches qui ont traité des opérations visant à augmenter ou diminuer les capitaux propres des entreprises s'appuient sur la théorie du « market timing » élaborée par Myers et Mjulf (1984). D'après cette théorie, les managers des entreprises détiennent des informations privilégiées sur la firme qu'ils gèrent. Ils sont donc les plus aptes à déterminer sa véritable valeur. Du fait de cette asymétrie informationnelle, les managers peuvent être incités à émettre des actions lorsqu'ils estiment que ces dernières sont surévaluées sur les marchés boursiers. L'émission d'actions à un prix élevé est bénéfique puisqu'elle permet de réduire le nombre d'actions devant être créées pour obtenir la somme désirée, ce qui limite la dilution de pouvoir des actionnaires en place. En considérant que les rachats sont des opérations symétriques aux émissions d'actions, en raison de leur incidence inverse sur les capitaux propres des firmes qui les effectuent, plusieurs chercheurs ont émis l'hypothèse que les managers sont portés à les réaliser lorsque les titres sont sous-évalués. Le rachat d'actions à un faible cours est avantageux puisqu'il diminue le montant de l'opération. En utilisant opportunément l'information privilégiée qu'ils détiennent, les managers se trouvent à réaliser l'opération au moment le plus opportun. Toutefois, si les investisseurs sont rationnels, ils devraient être conscients du comportement opportuniste des managers. Par conséquent, ils devraient percevoir une émission d'actions comme un signal négatif de la surévaluation des titres et ajuster les cours à la baisse après l'opération. Le rachat d'actions devrait, quant à lui, être perçu comme un signal positif de la sous-évaluation des cours, ce qui devrait entraîner un ajustement des prix à la hausse.

Plusieurs chercheurs ont tenté de trouver des explications alternatives ou complémentaires à la théorie du « market timing » pour mieux comprendre les anomalies détectées relatives aux performances des firmes qui modifient leur capital. Ces auteurs suggèrent la possibilité qu'il y ait manipulations comptables, plus précisément de la gestion des bénéfices, préalablement à ces opérations. En supposant que les cours boursiers sont étroitement associés aux résultats, les bénéfices liés à la création d'actions nouvelles seront d'autant plus importants que les résultats affichés seront élevés. À l'inverse, plus les résultats publiés seront faibles avant la réalisation d'un rachat, moins son montant devrait être élevé. De ce fait, plusieurs chercheurs ont émis l'hypothèse que les opérations en capital sont propices à la gestion des bénéfices. Pour vérifier le bien-fondé de cette hypothèse, les chercheurs ont généralement analysé les « accruals » discrétionnaires des firmes avant la réalisation d'une opération en capital.

La principale question de cette recherche vise donc à déterminer si les firmes réalisent leurs opérations financières à un moment opportun ou si elles ont plutôt tendance à choisir le moment de leur réalisation et à manipuler les résultats en conséquence. En étudiant les performances opérationnelles et boursières ainsi que les accruals discrétionnaires de 1 645 firmes ayant fait une émission d'actions secondaires (SEO) et de 819 entreprises ayant effectué un rachat libre d'actions sur les marchés boursiers (OMR), les résultats obtenus montrent notamment que les opérations à la baisse et à la hausse ne produisent pas des effets opposés, même si elles sont symétriques en raison de leur incidence inverse sur les capitaux propres des firmes qui les réalisent.

Plus précisément, en cas d'émissions d'actions, il semble que les dirigeants choisissent le moment de l'opération et qu'ils manipulent les résultats en conséquence. Les « accruals » discrétionnaires sont effectivement significativement positifs avant une opération à la hausse, ce qui suggère que les managers gèrent les résultats en anticipation de l'événement. Les manipulations comptables semblent produire l'effet escompté puisque les performances opérationnelles affichées sont élevées et significativement supérieures à celles des firmes de contrôle. Les rendements boursiers anormaux sont également très élevés avant l'opération. Ceci suggère que les investisseurs n'interprètent pas adéquatement les informations comptables fournies et qu'ils ne parviennent pas à détecter la gestion des bénéfices effectuée préalablement à l'opération. Suite à la réalisation de l'événement, les résultats montrent que les manipulations cessent et que les performances opérationnelles chutent. Les rentabilités

boursières anormales deviennent aussi très négatives, ce qui indique que les investisseurs corrigent les cours boursiers selon la performance opérationnelle affichée.

L'étude des rachats d'actions laisse sous-entendre que ces opérations sont réalisées à un moment opportun. En effet, la rentabilité opérationnelle est généralement anormalement élevée avant l'opération. Par ailleurs, les « accruals » discrétionnaires ne sont pas significatifs. De plus, la performance boursière de ces firmes est anormalement faible avant la réalisation de la transaction, compte tenu de leur excellente rentabilité opérationnelle. Ces résultats suggèrent que les firmes qui réalisent une opération le font généralement lorsqu'elles considèrent que le marché ne les évalue pas adéquatement eu égard à leurs perspectives d'avenir. Sachant qu'elles seront encore plus performantes et que ceci n'est pas reflété dans la valeur de leurs titres, elles estiment bénéfique de racheter immédiatement leurs actions. Ce faisant, elles peuvent également véhiculer au marché qu'elles estiment que ce dernier ne les évalue pas à leur juste valeur. Ainsi, la théorie du signal semble validée lorsqu'une entreprise rachète ses actions.

Le première section de cet article permettra d'exposer la littérature en la matière. La seconde expliquera la constitution des échantillons et le choix des méthodologies retenues. La troisième servira à exposer les principaux résultats obtenus. Finalement, la dernière permettra de conclure et d'évoquer les principales limites de cette recherche.

Revue de la littérature

Hypothèse du « market timing »

Les opérations en capital étant souvent réalisées en contexte de forte asymétrie informationnelle, l'hypothèse d'efficience des marchés peut être mise en doute. Elles ont donc suscité un vif intérêt auprès de la communauté scientifique. Myers et Mjuf (1984) ont posé les fondements de la théorie du « market timing » en s'intéressant aux décisions d'investissement et de financement dans un contexte d'asymétrie informationnelle en faveur des managers au détriment des investisseurs externes. Selon ces auteurs, lorsque les managers disposent d'informations privilégiées, il se peut qu'ils refusent, en défendant les intérêts des actionnaires en place, des projets d'investissements qui ont pourtant une valeur actualisée nette positive.

Ceci se produit lorsque leurs informations privilégiées indiquent que les coûts de financement sont supérieurs à l'augmentation de valeur due à l'investissement, soit lorsque les managers considèrent que la valorisation des actions de la firme sur le marché est trop faible. Ces auteurs stipulent alors que les managers qui connaissent, contrairement aux investisseurs externes, la véritable valeur de la firme, autrement dit sa valeur intrinsèque, ne procéderont à une émission d'actions que lorsqu'ils estiment que celles-ci sont surévaluées par le marché. Il est vrai qu'en émettant des actions lorsque les cours surperforment sur le marché les managers semblent utiliser à leur propre avantage, ou à l'avantage des actionnaires en place dont ils dépendent, l'information détenue aux dépens des investisseurs. Toutefois, s'ils sont rationnels, les investisseurs perçoivent une émission d'actions comme un signal négatif indiquant une surévaluation des titres émis, ce qui entraîne un ajustement à la baisse de la valeur des entreprises qui procèdent à une émission d'actions.

Pour valider la théorie du « market timing », il s'agit donc de montrer que les créations d'actions sont systématiquement associées à une surévaluation. En considérant que les prix sont étroitement liés aux bénéfices, les chercheurs estiment également qu'une surperformance opérationnelle est un bon indicateur de la validité de la théorie du « market timing ». Les chercheurs se sont également attardés sur les performances opérationnelles et boursières des entreprises suite aux opérations à la hausse. L'intérêt d'étudier la performance post événements vient du fait qu'en contexte d'asymétrie informationnelle, les managers sont souvent les plus aptes à estimer la performance future des firmes en raison de l'information privilégiée qu'ils détiennent. C'est pourquoi s'ils envisagent une chute éventuelle de la performance et, par le fait même de la valeur des titres, ils considéreront plus opportun de procéder à l'émission immédiatement afin d'optimiser la transaction.

De façon générale, la littérature tend à supporter la théorie du « market timing » lorsque des opérations créatrices d'actions sont effectuées. Les recherches montrent souvent que les firmes qui augmentent leur capital-actions, soit pour s'introduire en bourse, pour obtenir du financement ou encore pour acquitter une acquisition d'entreprises, sont généralement plus performantes, que ce soit sur une base opérationnelle ou boursière, que leurs pairs qui n'effectuent pas une telle transaction. De plus, les chercheurs remarquent que les performances tendent à se détériorer considérablement suite à l'émission d'actions.

Concernant la performance opérationnelle, la littérature montre que celle-ci est souvent anormalement élevée avant la réalisation de l'opération et faible par la suite. Jain et Kini (1994), par exemple, remarquent que les introductions en bourses sont effectuées lorsque les rentabilités opérationnelles sont à un sommet. Ceci semble également vrai pour les émissions secondaires puisque McLaughlin, Safieddine et Vasudevan (1998), Loughran et Ritter (1997) et Hansen et Crutchley (1990) constatent que les firmes qui émettent des actions affichent une surperformance avant l'opération et connaissent un déclin suite à sa réalisation. Les rentabilités opérationnelles sont significativement positives avant l'opération et souvent significativement négatives par la suite. Heron et Lie (2002), qui ont quant à eux étudié les regroupements d'entreprises acquittés en actions, remarquent que la performance opérationnelle est anormalement élevée avant l'opération. Ces recherches supposent que les opérations à la hausse sont réalisées à un moment opportun, soit lorsque les rentabilités opérationnelles sont très élevées.

Des résultats similaires sont observés relativement à la performance boursière. La littérature montre que celle-ci est souvent inhabituellement élevée au moment de l'opération et qu'elle décline par la suite. Ritter (1991), Loughran et Ritter (1995) ainsi que Ritter et Welch (2002) remarquent que les firmes ayant réalisé un IPO sont sous-performantes subséquemment à l'opération. Ils constatent en effet que les rendements anormaux des entreprises suivant une introduction en bourses sont généralement anormalement faibles. Pour ce qui est des émissions secondaires, Mikkelson et Partch (1986) estiment qu'elles font chuter la performance boursière. Les résultats d'Asquith et Mullins (1986), Hansen et Crutchley (1990), Spiess et Affleck-Gaves (1995) Loughran et Ritter (1995) ainsi que de Loughran et Ritter (1997) supportent cette idée. Hansen et Crutchley (1990) constatent, par exemple, que les rendements sont positifs avant l'émission d'actions, alors qu'ils sont négatifs au moment de sa réalisation. Asquith et Mullins (1986) ainsi que Loughran et Ritter (1997) remarquent que la performance boursière est inhabituellement élevée avant l'opération et faible par la suite. En se référant aux résultats de Loughran et Ritter (1995) et Spiess et Affleck-Gaves (1995), cette baisse semble durable puisque les rendements des firmes émettrices sont significativement inférieurs à ceux des entreprises témoin, et ce, sur plusieurs années après l'émission. Loughran et Vijh (1997), Heron et Lie (2002), Travlos (1987), Franks et Harris (1989), Agrawal, Jaffe et Mendelker (1992), Loughran et Vijh (1997) ont quant à eux étudié les regroupements d'entreprises acquittés à l'aide de titres de capitaux propres. En se référant à l'article de Loughran et Vijh (1997), on constate qu'il est

pertinent de considérer ces opérations comme des émissions d'actions puisqu'elles sont réalisées en deux étapes : un transfert de titres qui précède le rapprochement des entités. Travlos (1987) observe des rendements anormaux significativement négatifs à l'annonce des regroupements d'entreprises devant être acquittés en actions. Il estime que ces résultats supportent l'hypothèse du « market timing » puisqu'il considère que les managers, disposant d'informations privilégiées, préféreront financer l'opération avec des titres plutôt que des espèces s'ils estiment que les actions de leur entreprise sont surévaluées. Franks et Harris (1989) ainsi qu'Agrawal, Jaffe et Mendelker (1992) montrent que cette baisse est durable en observant des rendements anormaux cumulés significativement négatifs sur une période supérieure à une année. Sur une période de cinq ans, Loughran et Vijh (1997) montrent que les rendements anormaux des firmes acquéreuses ayant utilisé des actions pour financer la transaction sont inférieurs à ceux des entreprises qui ont payé en espèces. En s'appuyant sur ces raisonnements ainsi que sur la littérature sur les opérations à la hausse, nous pouvons formuler les hypothèses de recherche suivantes :

H1 : La performance opérationnelle des firmes est anormalement élevée avant la réalisation d'une émission d'actions.

H2 : La performance boursière des firmes est anormalement élevée avant la réalisation d'une émission d'actions.

H3 : La performance opérationnelle des firmes est anormalement faible après avant la réalisation d'une émission d'actions.

H4 : La performance boursière des firmes est anormalement faible après avant la réalisation d'une émission d'actions.

Les rachats d'actions, qu'il s'agisse d' « open market repurchase », de « self-tender offer », de « dutch-auction » ou encore de « management buyout », étant des événements sensiblement symétriques aux opérations à la hausse, en raison de leur incidence inverse sur les capitaux propres des firmes qui les effectuent, sont donc susceptibles d'entraîner des effets opposés sur les marchés boursiers. Peu importe sa forme, un rachat de titres effectué lorsque la capitalisation boursière est faible est effectivement bénéfique puisqu'il permet de réduire le montant de la transaction. Ces opérations sont donc, tout comme les émissions d'actions, susceptibles d'être effectuées au moment le plus opportun, soit lorsque les rentabilités

boursières et opérationnelles sont anormalement faibles. Le marché devrait par ailleurs percevoir ce type d'opérations comme un signal de la sous-évaluation boursière et ajuster à la hausse les cours, de façon à ce qu'ils reflètent la rentabilité opérationnelle. Pour valider la théorie du « market timing » en étudiant les rachats d'actions, il s'agit de montrer que ces opérations sont associées à une sous-évaluation (sous-performance) systématique. Par ailleurs, lorsque la performance opérationnelle est anormalement élevée alors que la performance boursière est faible, les chercheurs estiment, en s'appuyant sur la théorie du signal développée par Akerlof (1970), que l'opération est effectuée pour signaler aux investisseurs la sous-évaluation boursière.

En admettant qu'une sous-évaluation est une condition souhaitable au rachat, du fait qu'elle réduit son montant, Vermaelen (1981), Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995, 2000) ou Louis, Gong et Sun (2008) estiment que les managers, qui détiennent des informations privilégiées, accompliront ces opérations s'ils estiment que la valeur des cours ne reflète pas adéquatement la qualité de la firme. Par conséquent, la performance opérationnelle devrait être anormalement élevée, tandis que la rentabilité boursière devrait, quant à elle, être anormalement faible. Étant donné que la firme désire signaler sa qualité présente et future en rachetant ses actions, la performance opérationnelle devrait également être élevée après l'opération. Ceci est également vrai pour la rentabilité boursière en raison du signal positif.

Concernant la rentabilité opérationnelle des firmes qui effectuent un rachat d'actions, elle semblerait augmenter suite à la réalisation de l'opération. Kaplan (1989) et Smart et Waldfoegel (1994) remarquent en effet qu'elle s'améliore considérablement suite à un « management buyout ». Ces résultats sont corroborés par ceux de Bartov (1991) et de Lie (2005) qui ont, quant à eux, étudié les « open market repurchase ». Grullon et Michaely (2004) ne parviennent toutefois pas à mettre ce phénomène en évidence puisqu'ils ne constatent aucune amélioration de la performance à long terme des firmes étudiées. Ils estiment donc que les « open market repurchase » fournissent des informations sur la performance passée, et non future, de la firme.

La littérature portant sur la performance boursière autour des opérations de rachats est plus exhaustive. Wu (1997) montre que les rendements sont anormalement faibles avant la réalisation d'un « MBO ». Lie (2005) constate une réaction positive sur les cours lors de l'annonce d'un « OMR ». Toujours relativement à ce type d'opération, Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (2000) ainsi que Chan, Ikenberry et Lee (2004) constatent que les rendements

anormalement faibles deviennent inhabituellement élevés une fois l'« OMR » accompli. Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995), Lee, Jung et Thornton (2002) et Louis, Gong et Sun (2008), qui n'ont étudié que la performance boursière subséquente aux « OMR » remarquent que celle-ci est anormalement élevée. Dans l'ensemble, il semble que les entreprises utilisent l'information privilégiée qu'elles détiennent en achetant des actions sous-évaluées, ce qui crée un transfert de richesse des actionnaires qui cèdent leurs actions vers ceux qui les conservent. En s'appuyant sur ces raisonnements ainsi que sur la littérature sur les opérations à la baisse, nous pouvons formuler les hypothèses de recherche suivantes :

H5 : La performance opérationnelle des firmes est anormalement élevée avant la réalisation d'un rachat d'actions.

H6 : La performance boursière des firmes est anormalement faible avant la réalisation d'un rachat d'actions.

H7 : La performance opérationnelle des firmes est anormalement élevée après la réalisation d'un rachat d'actions.

H8 : La performance boursière des firmes est anormalement élevée après la réalisation d'un rachat d'actions.

Certes, des performances anormales autour de la date d'un événement indiquent que les managers choisissent un moment propice à leur réalisation. Cependant, selon certains chercheurs ces anomalies suggèrent la possibilité qu'il y ait manipulations comptables, plus précisément de la gestion des bénéfices, préalablement à ces opérations. Ils estiment que les performances anormalement élevées ou faibles des firmes peuvent être attribuables à la manipulation des résultats durant la (les) période (s) précédant l'événement.

Hypothèse de la gestion des bénéfices

La plupart des recherches portant sur la gestion des bénéfices s'appuient sur la théorie de la comptabilité positive développée par Watts et Zimmerman (1978, 1986). En partant du principe que tout individu cherche à maximiser sa fonction d'utilité et ainsi sa richesse, Watts et Zimmerman estiment que les dirigeants peuvent être enclins à adopter des comportements opportunistes lorsqu'ils effectuent des choix comptables dans le but d'influencer le résultat de

la firme¹. Ainsi, Davidson, Stickney et Weil (1987) définissent la gestion des résultats comme étant un processus délibéré, qui s'inscrit à l'intérieur du cadre des principes comptables généralement reconnus et qui vise à amener les résultats présentés à un niveau désiré.

En supposant que les investisseurs et les analystes financiers considèrent les informations comptables lorsqu'ils valorisent une firme, plusieurs chercheurs ont donc tenté de déterminer si certains événements de nature financière, tels que les émissions et les rachats d'actions, étaient susceptibles d'inciter les dirigeants à manipuler les bénéfices afin d'influencer temporairement les cours boursiers². En adoptant une politique de gestion des résultats à la hausse avant la création d'actions, une entreprise peut augmenter sa rentabilité opérationnelle affichée et indirectement la valeur de ses actions. Pour obtenir les fonds désirés, elle devra donc créer moins de titres qu'il en aurait fallu en l'absence de manipulations comptables. Par conséquent, la gestion des bénéfices minimise la dilution des pouvoirs des actionnaires en place, ce qui constitue un avantage considérable.

Les avantages liés à une politique de gestion des bénéfices avant la réalisation d'une opération à la hausse étant ostensibles, plusieurs chercheurs ont donc tenté de déterminer si les résultats étaient manipulés préalablement à ce type d'opérations. Teoh, Welch et Wong (1998a) et Teoh, Wong et Rao (1998), en observant des « accruals discrétionnaires » positifs et significatifs avant la réalisation d'un IPO, estiment que les résultats sont souvent manipulés avant sa réalisation. Les résultats de Teoh, Welch et Wong (1998b) et Rangan (1998) indiquent, quant à eux, que les firmes manipulent les bénéfices à la hausse avant la réalisation d'une émission d'actions secondaires. Concernant les regroupements d'entreprises, Erickson et Wang (1999), Abdul Rahman et Abu Bakar (2002) et Louis (2004) observent que les « accruals » discrétionnaires sont positifs et significatifs avant ce type d'événements, ce qui les amènent à conclure qu'ils sont propices à la gestion des bénéfices. Ces résultats ne sont toutefois pas corroborés par ceux de Heron et Lie (2002) qui remarquent que les « accruals » discrétionnaires ne sont jamais statistiquement différents de zéro avant un regroupement. Malgré cette divergence, les résultats tendent à supporter l'hypothèse de la gestion des bénéfices lorsque des opérations à la hausse sont réalisées. L'hypothèse suivante peut donc être formulée :

¹ Watts et Zimmerman (1978) ont étudié les clauses contractuelles qui reposent sur les données comptables, notamment les contrats de rémunération, pour vérifier si les dirigeants étaient enclins à gérer les résultats.

² Healy et Wahlen (1999) pp.370-371.

H9 : Les « accruals » discrétionnaires des firmes sont anormalement élevés avant la réalisation d'une émission d'actions.

D'un point de vue théorique, les rachats d'actions sont, quant à eux, susceptibles d'entraîner des manipulations comptables aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Ainsi, les gestionnaires peuvent être enclins à gérer les résultats de leurs entreprises à la baisse afin de faire chuter temporairement le prix des actions et par conséquent le montant du rachat. Par ailleurs, Perry et Williams (1994) considèrent que les dirigeants sont susceptibles de manipuler les résultats à la hausse, cette fois-ci, s'ils sont également actionnaires et qu'ils désirent se départir de leurs actions lors de la transaction. En considérant qu'une gestion des bénéfices à la hausse se traduit par une augmentation des cours, ils devraient recevoir une somme plus conséquente en échange de leurs actions lorsque les résultats sont ainsi manipulés.

Étant donné que des manipulations comptables pratiquées aussi bien à la hausse qu'à la baisse peuvent s'avérer bénéfiques en cas de rachat, il importe de se référer à la littérature pour déterminer lesquelles sont les plus susceptibles de se produire. DeAngelo (1986), Perry et Williams (1994) ou Wu (1997) ont traité de la gestion des bénéfices lors des « management buyouts ». Même si DeAngelo (1986) ne détecte aucune manipulation comptable durant les trois années qui précèdent l'événement, elle remarque toutefois une diminution des « accruals » durant l'année qui précède l'opération, mais ces variations ne sont pas significatives. L'auteure rejette ainsi l'hypothèse d'une gestion systématique des résultats à la baisse avant la mise en place d'un « management buyout ». Par ailleurs, Perry et Williams (1994) ainsi que Wu (1997) parviennent à montrer que les dirigeants manipulent les résultats à la baisse avant d'acheter les actions des entreprises pour lesquelles ils travaillent. Ils constatent en effet que les « accruals » discrétionnaires sont significativement négatifs avant ce type d'opération. Les divergences pourraient venir des caractéristiques inhérentes aux échantillons utilisés. En étudiant les « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont effectué une « self-tender offer », Vafeas, Vlittis, Katranis et Ockree (2003) constatent que les « accruals » discrétionnaires courants sont anormalement bas, ce qui les amène à conclure que l'hypothèse de la gestion des bénéfices semble validée. Gong, Louis et Song (2008) arrivent à la même conclusion en étudiant toutefois les « open market repurchase ». Ils constatent effectivement que les « accruals » discrétionnaires sont anormalement faibles préalablement à la réalisation de ce type d'opération. Lorsqu'un rachat d'actions est effectué, s'il y a gestion des bénéfices, la

littérature supporte davantage l'idée qu'elle soit réalisée à la baisse. Nous pouvons ainsi poser l'hypothèse suivante :

H10 : Les « accruals » discrétionnaires des firmes sont significativement négatifs avant la réalisation d'une opération qui diminue le capital.

Comme nous pouvons le constater, toutes les hypothèses mentionnées s'appuient sur l'asymétrie informationnelle et, d'un point de vue théorique, il semble indéniable que les managers ont intérêt à utiliser l'information privilégiée qu'ils détiennent pour optimiser les opérations en capital. Afin de vérifier si dans les faits ils sont enclins à saisir cette opportunité, nous devons étudier les rentabilités opérationnelles et boursières ainsi que les « accruals » discrétionnaires des firmes qui réalisent une opération en capital. L'étude de ces trois paramètres permettra de déterminer si les opérations en capital sont réalisées à un moment opportun ou si les managers qui les réalisent ont plutôt tendance à choisir ce moment et à manipuler les résultats en conséquence.

Échantillons et méthodologies de recherche

Échantillons

Les émissions d'actions secondaires et les « open market repurchase » étant les opérations les plus fréquentes sur les marchés boursiers, nous avons choisi de les retenir aux fins de cette recherche. Ainsi, nous avons créé deux échantillons, un pour les SEO et un pour les OMR. Pour identifier les entreprises de chacun de ces échantillons, nous avons eu recours à la base de données SDC. Pour faire partie d'un de ces échantillons, une entreprise doit tout d'abord avoir réalisé soit l'une ou l'autre de ces opérations sur une bourse américaine entre 1992 et 2006. Si une entreprise a réalisé plusieurs opérations sur une période inférieure à cinq années, seule la première opération a été retenue. La période étudiée s'arrête en 2006 en raison de la crise économique. Celle-ci, ayant eu un impact considérable sur les rendements boursiers, il aurait été difficile d'isoler l'effet des événements sur ces derniers. Le choix d'un pays unique est important pour contrôler l'environnement institutionnel de l'étude. Les divergences internationales en matière de réglementations rendent effectivement difficiles les comparaisons entre pays. Les bourses américaines étant les plus liquides ont donc été retenues. Ainsi, nous nous retrouvons avec un échantillon initial de 2 771 entreprises ayant réalisé une émission d'actions secondaires et de 1 544 pour les « open market repurchase ».

Les méthodologies de recherche retenues nécessitant le recours à une entreprise contrôle font qu'il est nécessaire de pouvoir identifier une entreprise jumelle pour que la firme étudiée fasse partie de l'un ou l'autre des échantillons. Les critères de jumelage retenus sont ceux proposés par Barber et Lyon (1996), soit l'industrie et la performance opérationnelle passée. Pour chaque firme, nous avons donc identifié les entreprises qui œuvraient dans le même secteur à ce moment, c'est-à-dire celles dont les deux premiers SIC sont les mêmes que ceux de la firme ayant réalisé l'opération au moment t-2. Parmi les firmes qui répondaient à ce critère, nous avons sélectionné celles dont le « return on cash-adjusted assets » se situait entre 90 et 110 % de celui de la firme étudiée. Finalement, celle dont le ROA est le plus près de celui de l'entreprise ayant effectué l'opération a été choisie comme firme contrôle. Les règles de jumelage font que l'échantillon final relatif aux émissions d'actions secondaires est constitué de 1 645 opérations, alors que celui des « open market repurchase » en contient 519.

Voici les statistiques descriptives relatives à ces échantillons :

Tableau 1 Statistiques descriptives des firmes qui ont réalisé une émission d'actions

Caractéristiques	Entreprises de l'échantillon N = 1 645		Entreprises témoin N = 1 645	
	MOYENNE	MEDIANE	MOYENNE	MEDIANE
Actifs totaux (Millions)	2 070,19	189,35	1 390,82	224,45
Ventes (Millions)	1 302,76	272,48	2 004,41	230,71
Résultat opérationnel (Millions)	183,36	38,98	323,68	27,31
Résultat net (Millions)	29,41	10,83	103,02	5,65
Cash flow	114,74	19,05	249,11	16,07
Ventes / Actifs	1,49	1,27	1,49	1,27
ROCA	0,17	0,16	0,14	0,14
Résultat net / Actifs	0,03	0,05	0,05	0,04
CFROCA	0,09	0,08	0,10	0,09
Valeur de la transaction (Millions)	105,15	53,67		

Tableau 2 Statistiques descriptives des firmes qui ont réalisé un OMR

Caractéristiques	Entreprises de l'échantillon N = 519		Entreprises témoin N = 519	
	MOYENNE	MEDIANE	MOYENNE	MEDIANE
Actifs totaux (Millions)	1 433,65	111,81	2 150,86	237,95
Ventes (Millions)	2 697,05	372,87	1 510,21	161,55
Résultat opérationnel (Millions)	433,45	46,60	222,19	17,21
Résultat net (Millions)	189,82	16,68	86,33	3,96
Cash flow	319,23	27,75	153,57	9,78
Ventes / Actifs	1,66	1,47	1,62	1,46
ROCA	0,20	0,18	0,14	0,15
Résultat net / Actifs	0,08	0,08	0,02	0,05
CFROCA	0,14	0,13	0,09	0,10
Valeur de la transaction (Millions)	197,22	18,38		

Méthodologies de recherche

L'analyse effectuée dans cette recherche portera d'une part sur les performances opérationnelles et boursières des firmes qui réalisent une opération en capital, d'autre part sur leur disposition à manipuler leurs résultats pour tenter d'influer sur ces performances. Dans un premier temps, il s'agit donc de choisir une méthode pour déterminer si la performance opérationnelle est inhabituelle avant une opération en capital. Dans un second temps, il faut évaluer si les rendements des firmes qui réalisent une opération en capital sont anormaux. Finalement, il faut choisir un modèle qui permettra de déterminer si les résultats des firmes ayant effectué une opération en capital ont été manipulés.

Mesure de la performance opérationnelle

Pour déterminer si une performance opérationnelle est inhabituelle, il faut choisir une mesure de rentabilité et par la suite un modèle permettant de juger de sa normalité. Aux fins de cette recherche, nous avons choisi de retenir les recommandations de Barber et Lyon (1996). Ainsi, nous avons retenu le « return on cash-adjusted assets » comme mesure de rentabilité. Lequel est mesuré de la façon suivante :

$$ROA = \frac{\text{OperatingIncome}}{((\text{Assets}_t - \text{Cash}_t) + (\text{Assets}_{t-1} - \text{Cash}_{t-1})/2)}$$

Pour juger du caractère anormal de celle-ci, nous avons comparé la performance opérationnelle réelle de la firme étudiée à celle anticipée en l'absence d'événement. Ainsi, la performance opérationnelle anormale est déterminée selon l'équation suivante :

$$AP_{it} = P_{it} - E(P_{it})$$

Où :

- AP_{it} mesure la performance anormale de la firme i pour l'année t
- P_{it} mesure la performance réalisée par la firme i pour l'année t
- $E(P_{it})$ mesure la performance espérée pour la firme i et l'année t

La performance anticipée est déterminée selon un modèle qui tient compte de la performance passée de la firme ainsi que de la variation de la performance de la firme contrôle correspondante. Elle est déterminée selon l'équation suivante :

$$E(P_{it}) = P_{i,t-1} + (PI_{it} - P_{it,t-1})$$

Où :

- $E()$ est un opérateur d'estimation
- $P_{i,t-1}$ mesure la performance passée (pour l'année $t-1$) de la firme i
- $(PI_{it} - P_{it,t-1})$ mesure la variation de la performance de la (les) firme(s) de contrôle de la firme i en t .

Mesure de la performance boursière

Pour déterminer si la rentabilité est anormale, il faut d'abord mesurer l'écart entre la rentabilité observée et la rentabilité espérée. Les différentiels retenus, aux fins de cette recherche, pour mesurer la rentabilité anticipée sont l'entreprise témoin et le modèle de marché. Peu importe le référentiel, la rentabilité anormale est déterminée à l'aide du modèle suivant :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{jt}$$

Où :

- AR_{it} est la rentabilité anormale de l'action i à la période t
- R_{it} est le rendement de l'action i à la période t
- R_{jt} est le rendement de l'action j à la période t

Une fois les rentabilités anormales mesurées pour chaque titre i à chaque date t , nous avons utilisé la méthode CAR pour les agréger sur l'ensemble de la période étudiée selon la formule suivante :

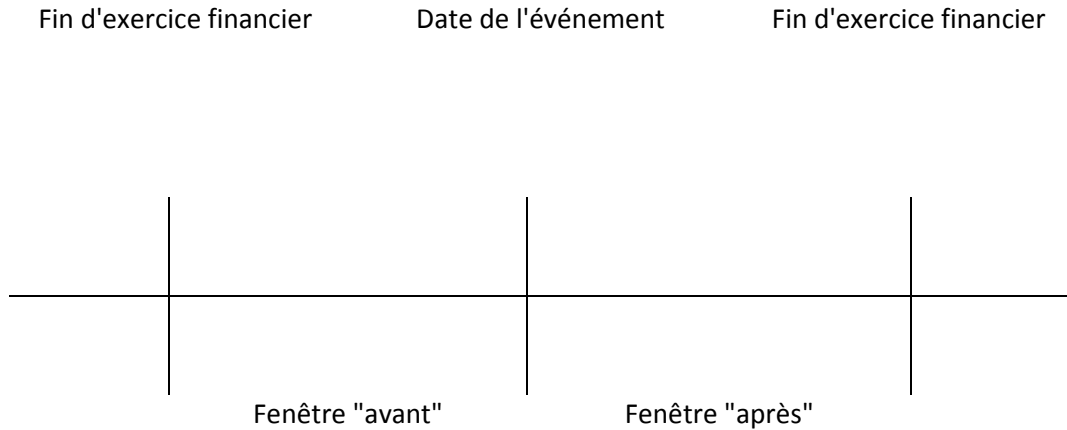
$$CAR_{i\tau} = \sum_{t=1}^{\tau} AR_{it}$$

Où :

AR_{it} est la rentabilité anormale de l'action i à la période t

Dans cette recherche, l'agrégation des rendements anormaux a été effectuée selon deux types de fenêtres. La première catégorie consiste à caler les périodes sur la date de l'événement. Ainsi, les fenêtres suivantes ont été étudiées : (-24,-1), (-24,-13), (-12,-1), (-6,-1), (-3,-1) (-1,0), (1,0) (1,3), (1,6), (1,12), (13,24) et (1,24). La seconde catégorie détermine les fenêtres selon la date de l'événement et la date de fin d'exercice de l'entreprise étudiée. La figure ci-dessous permet de mieux illustrer cette idée :

Figure -1 Fenêtres « avant » et « après »



La fenêtre « avant » correspond à la période s'étant écoulée entre la date de clôture des états financiers précédant l'opération et la date de réalisation de l'événement. La fenêtre après, quant à elle, correspond à la période s'étant écoulée entre la date de l'événement et la date de clôture des états financiers subséquents à l'opération.

Mesure de la gestion des bénéfices

Dans cette recherche, nous avons choisi de suivre les recommandations de Kothari, Leone et Wasley (2005) pour mesurer la gestion des bénéfices. Ainsi, nous avons obtenu les « accruals » totaux en utilisant la variation du besoin en fonds de roulement ainsi que les dotations aux provisions, dépréciations et amortissement. Nous les avons donc calculés en utilisant la formule suivante :

« accruals » totaux = $((\Delta \text{actifs courants} - \Delta \text{banque}) - \Delta \text{dettes courantes} + \Delta \text{portion à court terme de la dette à long terme} - \text{dotations pour dépréciations et amortissements}) / \text{actifs totaux}$.

Les « accruals » totaux correspondent à la somme des « accruals » non discrétionnaires et des « accruals » discrétionnaires. Les premiers sont ceux attendus, c'est-à-dire ceux qui résultent d'une application exacte et honnête des normes comptables (Jeanjean 2004). Par opposition, la firme peut exercer un certain contrôle sur les « accruals » discrétionnaires. En raison de leur caractère manipulable, plusieurs chercheurs³ considèrent donc qu'ils constituent la meilleure

³ À titre d'exemple nous pouvons évoquer : Teoh, Welch et Wong (1998a, b), Teoh, Welch et Rao (1998), Yue et Rodriguez (1994), Louis, Gong et Sun (2007), Kothari, Leone et Weasley (2005), etc.

façon d'évaluer la gestion des bénéfices. Dans cette recherche, ils ont été mesurés en utilisant le modèle de Jones :

$$\frac{TA_{it}}{ASSETS_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{ASSETS_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta SALES_{it}}{ASSETS_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{ASSETS_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Où :

TA_{it} = « accruals » totaux

$\Delta SALES_{it}$ = variation dans les ventes (item #12 dans Compustat)

PPE_{it} = immobilisations corporelles nettes (item #8 dans Compustat)

$ASSETS_{it-1}$ = actifs totaux de l'année précédente (Item #6 dans Compustat)

ε_{it} = résidu qui correspond aux « accruals » discrétionnaires

L'estimation des paramètres s'est faite en coupe instantanée en ayant recours aux régressions linéaires robustes, lesquelles sont souhaitables selon Guerrier (2010) lorsque les hypothèses sous-jacentes au modèle ne sont pas exactement remplies. Une fois les « accruals » discrétionnaires mesurés, nous les avons comparés à ceux des entreprises contrôle. Kothari, Leone et Weasley (2005) considèrent en effet qu'il est souhaitable d'avoir recours aux firmes témoin pour éliminer des « accruals » discrétionnaires la portion attribuable à la performance anormale.

En résumé, nous avons mesuré la performance opérationnelle anormale en suivant les recommandations de Barber et Lyon (1996), les rendements anormaux selon Barber, Lyon et Tsai (1999) et la gestion des bénéfices en utilisant la méthodologie proposée par Kothari, Leone et Weasley (2005). Chacune de ces méthodes nécessitant une entreprise contrôle, nous avons donc sélectionné une firme témoin pour chacune des firmes étudiées. Les critères de sélection étant l'industrie et la performance passée.

Résultats

Résultats relatifs aux émissions d'actions secondaires

En cas d'émissions d'actions secondaires, pour vérifier l'hypothèse du « market timing » autrement dit pour déterminer si les firmes réalisent l'opération à un moment opportun, il faut montrer que les entreprises surperforment aussi bien sur une base opérationnelle que boursière. Les tableaux suivants montrent les résultats obtenus. Il est à noter que le test non-paramétrique de Wilcoxon a été utilisé pour juger du niveau de significativité de la médiane alors que le test de Student a été employé relativement à la moyenne. Il s'agit selon Barber et Lyon (1996), Barber et Lyon (1997) ainsi que Barber, Lyon et Tsai (1999) des tests les plus robustes. Le niveau de significativité a été fixé à 5 %.

Tableau 3 Différences entre les performances opérationnelles, mesurées selon le rendement de l'actif, des firmes qui ont réalisé une émission d'actions et des firmes contrôle (*j*)

ROCA _i – ROCA _j					
	-2	-1	0	1	2
N	1208	1624	1611	1323	1050
Moyenne	0,0046*	0,0173*	0,0253*	0,0092	0,0042
Médiane	0,0001*	0,0109*	0,0166*	0,0069*	0,0026

Le tableau 3 montre que les firmes qui réalisent une émission d'actions secondaires sont plus performantes que leur jumelle respective. Cette supériorité est davantage prononcée avant l'opération puisque les différences sont toujours significativement positives sur les périodes étudiées. Cette surperformance, bien que toujours présente, semble s'atténuer avec le temps. Après la transaction, même si les firmes émettrices affichent une performance plus élevée que leurs pairs, cette supériorité semble précaire puisque son ampleur tend à diminuer avec le temps. Plus précisément, pour les fenêtres 1 et 2, selon la moyenne, elles sont de 0,92 % et de 0,42 %. En ce qui concerne la médiane, elles sont de : 0,69 % et de 0,26 %. De plus, hormis la médiane de l'année 1, les différences ne sont plus significatives après la transaction. Les résultats obtenus sont similaires à ceux de Teoh, Welch et Wong (1998b) ou de Loughran et Ritter (1997) qui remarquent également que la performance des firmes émettrices est très élevée avant l'opération. Pour ce qui concerne la performance subséquente aux émissions

d'actions, les résultats de Teoh, Welch et Wong (1998b) sont similaires lorsque la médiane est analysée, alors qu'ils divergent avec l'étude de la moyenne. Ces auteurs, tout comme Loughran et Ritter (1997), constatent effectivement que les sociétés qui émettent des actions sont en moyenne moins performantes que les autres entreprises de leur industrie après la transaction.

Toujours dans le but de juger la normalité de la performance opérationnelle des firmes ayant réalisé une opération à la hausse sur leur capital, nous avons comparé la performance opérationnelle réelle des firmes étudiées, à la variation de la performance d'une firme jumelle. Lorsque la performance de deux entreprises est similaire, elle devrait théoriquement varier de la même façon surtout si ces deux firmes œuvrent dans le même secteur et qu'elles sont donc confrontées aux mêmes aléas sectoriels. Tout écart notable observé entre leur rentabilité peut logiquement être imputable à l'événement, si la principale différence entre ces deux sociétés réside dans la réalisation d'une opération en capital. Voici les résultats obtenus de la comparaison entre la performance réelle de l'entreprise à celle qu'elle aurait dû obtenir pour les fenêtres annuelles -2, -1, 0, 1 et 2 :

Tableau 4 Performances opérationnelles anormales, mesurées selon le rendement de l'actif et le modèle de Barber et Lyon (1996), des firmes qui ont réalisé une émission d'actions (i)

AP selon le ROCA _i					
	-2	-1	0	1	2
N	1208	1624	1611	1323	1050
Moyenne	0,0208*	0,0136*	0,0078*	-0,0125*	0,0011
Médiane	0,0081*	0,0096*	0,0047*	-0,0069*	-0,0025

Le tableau 4 montre que les entreprises surperforment par rapport aux attentes avant la réalisation d'une opération à la hausse sur leur capital. L'analyse de la médiane et de la moyenne révèle en effet que la performance réelle des firmes émettrices est toujours significativement supérieure à celle espérée avant l'opération. Plus précisément, la performance des firmes est en moyenne (médiane) supérieure de 2,08 % (0,81 %), 1,36 % (0,96 %) et 0,78 % (0,47 %) à celle prévue pour les années - 2, - 1 et 0. Lorsqu'on calcule cette même rentabilité avec les états financiers postérieurs à l'opération, on remarque que l'entreprise ayant émis des actions est beaucoup moins performante qu'elle aurait dû l'être. Le rendement moyen (médian)

est effectivement inférieur de 1,25 % (0,69 %) à celui espéré. L'année suivante, la performance augmente puisque la moyenne redevient positive sans toutefois être significative. Le rendement médian, néanmoins, demeure négatif, ce qui indique que la firme ayant réalisé une opération à la hausse est toujours moins performante que prévu. Ceci permet donc de supposer que les sociétés émettent généralement des actions lorsqu'elles sont en bonne posture économique. Tout laisse présumer qu'elles réalisent une opération de financement via le marché des capitaux à un moment opportun. De ce fait, les hypothèses H1 et H3 semblent validées. Pour valider l'hypothèse du « market timing » il faudra toutefois analyser la performance boursière.

Tableau 5 Rendements anormaux des firmes qui ont fait une émission d'actions (i) selon la méthode (CAR) pour agréger les rendements cumulés

Fenêtres temporelles	N	CAR selon l'entreprise jumelle (en %)	N	CAR selon le « market model » (équipondéré) (en %)	CAR selon le « market model » (pondéré selon la capitalisation boursière) (en %)
Fenêtre "avant"	1 591	12,20***	1 494	10,92***	14,02***
(-24,-1)	1 572	33,52***	1 154	57,95***	67,25***
(-24,-13)	1 571	7,24***	1 154	-2,25	0,77
(-12,-1)	1 571	26,31***	1 154	60,43***	68,55***
(-6,-1)	1 571	14,90***	1 154	30,00***	34,40***
(-3,-1)	1 571	7,02***	1 154	12,57***	15,26***
(-1,0)	1 571	1,58**	1 154	2,12**	3,13***
Fenêtre "après"	1 601	-1,03	1 540	-20,08***	-23,86***
(0,1)	1 571	0,64	1 154	1,40*	1,86**
(1,3)	1 570	-0,08	1 154	-1,36	-0,83
(1,6)	1 570	-1,38 ^{\$}	1 154	-3,46*	-2,63 ^{\$}
(1,12)	1 571	-3,45**	1 154	-14,61***	-13,27***
(13,24)	1 555	-0,19	1 154	-15,92***	-14,87***
(1,24)	1 572	-3,64*	1 154	-44,24***	-44,07***
\$ Désigne un niveau de significativité de 0,1 * Désigne un niveau de significativité de 0,05 ** Désigne un niveau de significativité de 0,01 *** Désigne un niveau de significativité de 0,001					

Le tableau 5 permet de constater que les rendements sont généralement anormalement élevés avant l'opération et faibles par la suite. Par conséquent, les hypothèses H2 et H4 semblent validées. Concrètement, à l'exception de la fenêtre (-24,-13), où les rendements anormaux ne sont pas significatifs lorsque le « market model » est utilisé et qu'ils sont équipondérés, les rendements anormaux sont toujours significativement positifs avant la réalisation d'une opération à la hausse. Lorsque les résultats sont déterminés selon le « market model », la magnitude de ces rendements anormaux est supérieure, ce qui paraît normal étant donné que les firmes ne sont plus comparées à des entreprises de rentabilité opérationnelle similaire. Ces résultats montrent que, longtemps avant la réalisation d'une émission d'actions secondaires, les firmes affichent des rendements anormalement élevés.

Pour ce qui concerne la performance boursière postérieure aux opérations, elle est généralement significativement négative. L'utilisation du « market model » comme référentiel génère encore une fois des rendements anormaux plus importants, ce qui n'est pas surprenant puisque l'entreprise n'est plus comparée à une entreprise similaire. L'analyse des fenêtres de périodes relativement courtes permet de constater que la réaction des investisseurs n'est pas immédiate à la réalisation de l'opération. Sur la fenêtre (0,1), les rendements anormaux cumulés sont effectivement positifs et parfois significatifs. Ils deviennent toutefois négatifs après le premier mois étant donné qu'ils sont négatifs pour la fenêtre (1,3). Ils sont également significativement négatifs sur la période « après » lorsque le modèle de marché est utilisé comme référentiel. L'opération semble donc être perçue négativement par le marché. Les résultats obtenus sont généralement conformes à ceux observés dans la littérature portant sur les introductions en bourse, les émissions d'actions ou encore les regroupements d'entreprises dont la contrepartie implique des actions⁴. En analysant conjointement les résultats obtenus sur

⁴ Ritter (1991) observe que les firmes s'étant introduites en bourse ont des rendements anormaux de 37,47 % sur une période de trois ans, alors que ces rendements anormaux sont de 61,86 % pour des firmes de la même industrie ayant une capitalisation boursière similaire.

⁴ Sur une période de cinq ans, Loughran et Ritter (1995) remarquent que les rendements anormaux annuels moyens des firmes nouvellement introduites sont de 5 % et que ceux des entreprises contrôle sont de 12 %.

⁴ Plus précisément, Asquith et Mullins (1986) remarquent que pour la période allant des deux dernières années aux dix journées qui précèdent l'opération, les rendements anormaux sont de 40,4 % pour une première émission, de 21,4 % pour une seconde émission et de 41,8 % lorsqu'il s'agit d'une combinaison de ces deux modes d'émission. Il est à noter que ces auteurs définissent une première émission comme une opération qui augmente le nombre d'actions en circulation. Pour ce qui concerne les secondes émissions, ils les définissent comme étant des opérations où les firmes émettent des actions détenues par des actionnaires. Par le fait même, ces dernières n'ont pas comme incidence d'augmenter le nombre d'actions en circulation des firmes qui les réalisent.

les performances opérationnelles et boursières, nous pouvons conclure que les managers semblent réaliser l'opération au moment le plus opportun. L'analyse des « accruals » discrétionnaires permettra alors de déterminer si les résultats ont été manipulés en prévision de l'opération. Ainsi, il sera possible de déterminer si les managers choisissent le moment de l'opération et s'ils manipulent les résultats en conséquence.

Tableau 6 « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont réalisé une émission d'actions (i)

DACC _i					
	-2	-1	0	1	2
N	1208	1624	1611	1323	1050
Moyenne	0,0067*	0,0151*	0,0184*	0,0073*	0,0043 ⁵
Médiane	0,0024	0,0081*	0,0116*	0,0051*	0,0033

L'analyse des « accruals » discrétionnaires des firmes émettrices montre que la moyenne et la médiane sont positives et significatives pour toutes les périodes étudiées, à l'exception de l'année -2. L'analyse permet également de constater que la moyenne et la médiane augmentent jusqu'au temps 0 et qu'elles déclinent par la suite. Étant donné que les « accruals » discrétionnaires sont significativement supérieurs à zéro au temps -1, et qu'ils atteignent un sommet au temps 0, il est possible de supposer que les dirigeants manipulent les résultats de leur entreprise avant une émission d'actions secondaires. Ces résultats sont corroborés par les comparaisons entre les « accruals » discrétionnaires des firmes étudiées et ceux des firmes témoin. En effet, voici les résultats de ces comparaisons pour les fenêtres annuelles -2, -1, 0, 1 et 2 :

⁴ Spiess et Affleck-Graves (1995) remarquent, quant à eux, que les rendements anormaux médians sur une période de cinq années sont de 10,0 % pour les firmes émettrices et de 42, %, pour les entreprises jumelles.

⁴ Loughran et Ritter (1995). Ces chercheurs constatent effectivement que les rendements anormaux annuels moyens sur une période de cinq ans sont de 7 % pour les firmes ayant émis des actions, alors qu'ils sont de 15 % pour les entreprises contrôle.

⁴ Les rendements anormaux sont de 7,9 %.

⁵ Selon le test de Student, la moyenne est significative à 10%.

Tableau 7 Différences entre les « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont réalisé une émission d’actions (*i*) et les « accruals » discrétionnaires des firmes contrôle (*j*)

DACC _{<i>i</i>} – DACC _{<i>j</i>}					
	-2	-1	0	1	2
N	1208	1624	1611	1323	1050
Moyenne	-0,0024	0,0150*	0,0198*	0,0113*	0,0079*
Médiane	-0,0008	0,0058*	0,0122*	0,0064*	0,0055 ⁶

Les résultats ainsi obtenus suggèrent que les bénéfices des entreprises ayant réalisé une opération à la hausse sont davantage manipulés que ceux des firmes n’ayant pas réalisé une telle opération. Les moyennes et les médianes des différences entre les « accruals » discrétionnaires des firmes étudiées et de ceux des firmes témoin sont effectivement toujours positives et significatives, sauf pour l’année -2. Il est donc logique de supposer que ces types d’opérations sont propices à la gestion des bénéfices, puisqu’en l’absence de manipulation comptable les « accruals » discrétionnaires des firmes de contrôle ne devraient théoriquement pas être significativement inférieurs à ceux des entreprises de l’échantillon. La réalisation de l’opération étant une des principales différences entre ces deux firmes, il est justifié de lui imputer les divergences observées. Les résultats observés corroborent ceux de la littérature et permettent de conclure que les firmes qui réalisent une opération à la hausse sur leur capital ont tendance à manipuler leurs résultats.

Étant donné que les « accruals » discrétionnaires obtenus dans cette recherche, tout comme dans celle de Teoh, Welch et Wong (1998), demeurent positifs et significatifs après l’opération, il peut être opportun d’analyser leur variation. Cette analyse peut permettre de déterminer si les dirigeants continuent ou cessent de manipuler les résultats. Voici les résultats obtenus suite à l’analyse des variations des « accruals » discrétionnaires pour les fenêtres annuelles -2, -1, 0, 1 et 2 :

⁶ Selon le test de Wilcoxon, la moyenne est significative à 10 %.

Tableau 8 Variations entre les périodes *t-1* et *t* des « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont réalisé une émission d’actions(*t*)

$\Delta DACC_i$					
	-2	-1	0	1	2
N	884	1204	1581	1322	1048
Moyenne	0,0008	0,0079 ⁷	0,0033	-0,0107*	-0,0070
Médiane	-0,0047	0,0030 ⁸	0,0027	-0,0034*	-0,0045 ⁹

Les résultats montrent que les moyennes et les médianes des variations ne sont jamais significatives avant l’opération. Ceci suggère que les niveaux d’ « accruals » discrétionnaires observés précédemment sont stables. Étant donné que les « accruals » discrétionnaires sont significativement positifs avant l’opération et qu’ils sont significativement plus élevés que ceux des entreprises témoin, nous pouvons déduire que les bénéfices sont manipulés avant la réalisation de l’opération. Après l’opération, tout comme Teoh, Welch et Wong (1998b), nous constatons que les « accruals » discrétionnaires chutent drastiquement. La moyenne (médiane) des variations pour l’année 1 est en effet significativement différente de 0. Même si les « accruals » discrétionnaires sont significativement positifs pour cette période, sans doute en raison des manipulations élevées avant l’opération, ce résultat indique que les dirigeants ont probablement cessé de recourir à la gestion des bénéfices et/ou que les manipulations comptables sont réversibles dans le temps. Si les bénéfices avaient été manipulés, la variation serait alors non significative. La moyenne de ces variations est non seulement significative, mais elle est également négative, ce qui signifie que les « accruals » discrétionnaires sont considérablement moins élevés au temps 1 qu’au temps 0. Cette diminution est vraisemblablement imputable à l’effet de réversibilité de la gestion des bénéfices qui n’est pas contrebalancé par la continuation des manipulations comptables à la hausse. Autrement dit, cela suggère que les dirigeants ne gèrent plus les résultats et que les manipulations antérieures se sont résorbées¹⁰.

⁷ Selon le test de Student, la moyenne est significative à 10%.

⁸ Selon le test de Wilcoxon, la moyenne est significative à 10 %.

⁹ Selon le test de Wilcoxon, la moyenne est significative à 10 %.

¹⁰ L’arrêt des manipulations comptables constitue une explication plausible aux renversements de performances opérationnelles et boursières observés précédemment. Il est effectivement possible que la surperformance opérationnelle constatée avant l’opération soit conduite par la gestion des bénéfices et qu’elle induise en partie les performances boursières anormales très élevées, également observées avant

L'ensemble des résultats présentés permet de supposer que les dirigeants ne font pas que choisir un moment opportun pour la réalisation d'une émission d'actions secondaires. Ils semblent plutôt le créer et à manipuler les résultats en conséquence. Les entreprises qui réalisent une émission d'actions surperforment avant la réalisation de l'opération. Leur performance opérationnelle est en effet largement supérieure à celle des entreprises contrôle. Elle est même anormalement élevée avant l'opération. Cette excellente performance opérationnelle est vraisemblablement imputable à la gestion des bénéfices étant donné que les « accruals » discrétionnaires sont significativement positifs avant la réalisation de l'opération. Ils sont également largement supérieurs à ceux des entreprises témoin. Les investisseurs ne semblent pas détecter ces manipulations puisque les rendements sont anormalement élevés avant l'émission d'actions. De ce fait, la gestion des bénéfices produit l'effet escompté. La variation des « accruals » significativement négative suite à l'opération indique que les managers ont cessé de manipuler les résultats, ce qui entraîne une chute drastique de la performance opérationnelle et boursière.

Résultats relatifs aux rachats d'actions

En cas de rachats d'actions, pour vérifier l'hypothèse du « market timing », autrement dit pour déterminer si les firmes réalisent l'opération à un moment opportun, il faut montrer que les entreprises sous-performent systématiquement. L'hypothèse du signal devient, quant à elle, probable lorsque les rentabilités opérationnelles sont inhabituellement élevées avant l'opération, alors que les rentabilités boursières sont anormalement faibles. Cette hypothèse semble être celle qui prévaut en cas de rachats d'actions puisque les performances opérationnelles sont anormalement élevées avant et après l'opération. Ce qui ne semble pas être le cas pour les performances boursières.

l'opération. Après la réalisation de la transaction, les résultats montrent que la gestion des bénéfices cesse et que la rentabilité opérationnelle chute, ce qui occasionne probablement la performance boursière anormale négative observée suite à l'événement.

Tableau 9 Différences entre les performances opérationnelles, mesurées selon le rendement de l'actif, des firmes qui ont réalisé un OMR et des firmes contrôle (j)

ROCA _i – ROCA _j					
	-2	-1	0	1	2
N	396	485	507	422	347
Moyenne	0,0050 ¹¹	0,0422*	0,0470*	0,0575*	0,0386*
Médiane	-0,0001	0,0127*	0,0243*	0,0289*	0,0229*

Le parallèle entre la rentabilité des firmes qui ont effectué un rachat d'actions avec des entreprises similaires n'ayant pas réalisé une telle opération montre que les premières sont significativement plus performantes que les secondes. Les résultats obtenus, montrent éloquentement cette supériorité qui est décelable dès l'année -1. Exception faite de l'année -2, les moyennes et médianes des différences de rentabilités sont toujours significativement positives lorsque le ROCA est utilisé. On constate également que la moyenne (médiane) des différences est beaucoup moins importante à l'année -2 qu'à l'année 2. Cette augmentation permet de conclure que l'écart entre la performance des firmes qui rachètent leurs actions et celles qui ne le font pas s'accroît avec le temps. De ce fait, les entreprises qui rachètent leurs actions surpassent non seulement leurs pairs au moment de la réalisation de l'opération, mais également après. De ces résultats, nous pouvons conclure que l'hypothèse H5 semble vérifiée.

Jusqu'ici nous avons montré que les firmes ayant effectué un événement à la baisse sont plus profitables que leurs jumelles et que cette distinction se concrétise l'année qui précède la réalisation de l'opération. Il convient alors de déterminer si cette excellence qui persiste au-delà de la transaction est inhabituelle. La comparaison entre la croissance des firmes qui ont fait un événement à la baisse avec celle des entreprises de contrôle permettra de juger la normalité de la performance. Voici les résultats de cette analyse pour les fenêtres annuelles -2, -1, 0, 1 et 2 :

¹¹ Selon le test de Student, la moyenne est significative à 10 %.

Tableau 10 Performances opérationnelles anormales, mesurées selon le rendement de l'actif et le modèle de Barber et Lyon (1996), des firmes qui ont réalisé un OMR (i)

AP selon le $ROCA_i$					
	-2	-1	0	1	2
N	396	485	507	422	347
Moyenne	0,0044	0,0355 ¹²	0,0103	0,0063	-0,0016
Médiane	0,0012	0,0120*	0,0124*	0,0042	-0,0019

Nous pouvons généralement constater que les firmes qui ont réalisé un rachat d'actions affichent une croissance légèrement supérieure à celle des entreprises témoin. Le seul moment où les firmes ayant effectué un rachat présentent une performance significativement anormale se produit durant l'année qui précède l'événement. Au temps -1, la moyenne et la médiane sont effectivement significatives à 5 %.

En résumé, l'analyse de la performance opérationnelle des firmes qui effectuent un événement à la baisse suggère que cette dernière tend à décliner, du moins pour les périodes analysées. Il semble néanmoins que ce soit également le cas des firmes qui œuvrent dans les mêmes secteurs d'activités puisque la rentabilité des entreprises ayant effectué un événement à la baisse est largement supérieure à celle des firmes de contrôle. Toutes choses étant égales par ailleurs, ce constat signifie que l'affaiblissement observé au niveau de la rentabilité est largement moindre pour les firmes ayant racheté leurs titres que pour leur jumelle respective. De plus, comme la performance des firmes qui ont racheté leurs actions est non seulement supérieure à celle de leurs pairs, mais également plus élevée que la rentabilité espérée avant l'opération, il est possible que le rachat soit effectué à des fins de signalement. Cette hypothèse pourra être vérifiée en analysant les rendements anormaux. Finalement, comme cette excellence se maintient suite à l'opération, l'hypothèse H7 semble validée. Il est ainsi possible de conclure qu'en rachetant leurs actions les firmes souhaitent véhiculer des informations sur leurs perspectives futures.

¹² Selon le test de Student, la moyenne est significative à 5 %.

Tableau 11 Rendements anormaux des firmes qui ont fait un OMR (i) selon la méthode (CAR) pour agréger les rendements cumulés

Fenêtres temporelles	N	CAR selon l'entreprise jumelle (en %)	N	CAR selon le « market model » (équipondéré) (en %)	CAR selon le « market model » (pondéré selon la capitalisation boursière) (en %)
Fenêtre "avant"	513	-0,65	491	-6,54**	-7,58***
(-24,-1)	513	5,81**	427	-10,67***	-5,87 ^{\$}
(-24,-13)	513	4,68**	427	-3,40	-0,92
(-12,-1)	513	1,14	427	-7,27**	-4,95
(-6,-1)	513	-0,36	427	-5,71***	-5,28***
(-3,-1)	513	-0,08	427	-3,21**	-2,82*
(-1,0)	513	-0,15	427	-0,93	-0,73
Fenêtre "après"	514	3,02*	494	4,14**	2,54 ^{\$}
(0,1)	513	1,94**	427	0,85	0,66
(1,3)	513	1,48	427	0,06	-0,24
(1,6)	513	3,15**	427	-0,48	-0,62
(1,12)	513	4,99**	427	-2,34	-2,75
(13,24)	505	4,28*	427	0,27	-2,22
(1,24)	513	9,21***	427	-2,06	-4,97
\$ Désigne un niveau de significativité de 0,1 * Désigne un niveau de significativité de 0,05 ** Désigne un niveau de significativité de 0,01 *** Désigne un niveau de significativité de 0,001					

À *a priori*, les résultats semblent diverger selon la méthodologie utilisée. L'utilisation de l'entreprise de contrôle comme référentiel ne permet pas, à elle seule, de conclure que la performance boursière est anormalement faible avant la réalisation d'une opération à la baisse puisque les rendements anormaux ne sont jamais significativement négatifs. Sur les fenêtres : « avant », (-24,-1), (-24,-13), (-12,-1), (-6,-1), (-3,-1) et (-1,0).

Les rendements anormaux significativement positifs sur la fenêtre (-24,-1) réfutent en quelque sorte la théorie du signal puisqu'ils suggèrent que les firmes sont beaucoup plus performantes que leurs pairs avant la réalisation d'un rachat d'actions. Cette performance anormalement élevée semble toutefois imputable aux rendements anormaux significativement positifs de la

fenêtre (-24,-13) puisque les rendements anormaux ne sont jamais significatifs sur les périodes dont la durée est inférieure à une année. Il s'avère donc que les firmes qui étaient bien évaluées ne le sont plus lorsqu'elles prennent la décision de racheter leurs actions. L'absence de rendements anormaux significatifs dans l'année qui précède la réalisation de l'opération indique que les rendements des actions des firmes étudiées s'apparentent à ceux des entreprises témoin. En considérant que les prix sont alignés sur la rentabilité opérationnelle, ce ne devrait toutefois pas être le cas puisque les firmes étudiées ont non seulement un rendement de l'actif supérieur à celui des firmes de contrôle, mais elles affichent également une meilleure performance que prévu. La similitude des rendements anormaux boursiers permet donc de supposer que la capitalisation boursière des firmes de l'échantillon est faible relativement à celle de leurs pairs. Cette constatation est corroborée par l'analyse des rendements anormaux obtenus en utilisant le « market model » comme comparatif, notamment lorsque les rendements anormaux sont agrégés selon la méthode CAR et équipondérés. Les rendements anormaux sur la fenêtre « avant » étant toujours négatifs et souvent significatifs permettent, quant à eux, de douter de la sophistication des investisseurs. De façon générale, les résultats suggèrent que les firmes sont sous-évaluées avant la réalisation d'un rachat d'actions. L'hypothèse H6 semble donc validée.

Si le rachat est effectivement réalisé à des fins de signalement comme les résultats sur la performance opérationnelle et boursière le suggèrent, il est alors primordial d'étudier les rendements anormaux subséquents à l'opération pour vérifier s'il a eu l'effet escompté. De prime abord, les résultats de cette analyse semblent contradictoires. Les rendements anormaux sont en effet anormalement élevés lorsqu'ils sont comparés aux entreprises de contrôle, alors qu'ils ne sont pas significatifs lorsqu'ils sont obtenus en utilisant le modèle de marché comme référentiel. L'analyse circonstanciée de ces rendements anormaux suggère toutefois que les rachats ont l'effet escompté puisque les investisseurs semblent corriger à la hausse les cours boursiers et que ces ajustements semblent durables.

L'analyse des rendements anormaux obtenus en utilisant l'entreprise de contrôle comme référentiel montre qu'ils sont souvent positifs et significatifs et de 1,94 % sur la fenêtre (0,1). De ce fait, il est possible de conclure que la réaction des investisseurs à la réalisation du rachat est rapide étant donné que les rendements anormaux ont considérablement augmenté en un mois. La réaction des investisseurs est suffisante, car dans l'ensemble les rendements anormaux

demeurent significativement positifs sur les fenêtres de longues durées. Ces rendements montrent que les investisseurs ont pris conscience que les firmes qui rachètent leurs actions sont plus performantes que leurs pairs.

En utilisant le modèle de marché comme référentiel, les firmes ne sont plus comparées à une entreprise similaire, mais plutôt à un ensemble de firmes qui peuvent être hétérogènes. Les résultats obtenus de ces comparaisons montrent que les firmes ayant racheté leurs actions ont des rendements anormaux similaires à ceux des firmes sur le marché puisque les rendements anormaux ne sont pas significatifs sur la grande majorité des périodes étudiées. Étant donné que les rendements anormaux étaient significativement négatifs avant la réalisation de l'opération et qu'ils ne sont que négatifs après, il est possible de conclure que la rentabilité des firmes s'est améliorée après la réalisation du rachat. L'hypothèse H9 semble donc validée.

L'analyse des rendements anormaux montre que la performance boursière décline avant la réalisation d'un rachat malgré l'amélioration prononcée de la performance opérationnelle. En supposant que les cours sont associés à la performance opérationnelle, il est possible de considérer que la capitalisation boursière des firmes de l'échantillon est faible puisque leurs rendements anormaux sont similaires à ceux des entreprises de contrôle. Cette sous-évaluation est dans l'ensemble confirmée lorsque les firmes sont comparées à celles du marché. De ce fait, la réalisation du rachat semble fortement motivée par la faible capitalisation boursière. L'augmentation des rendements anormaux observée suite à l'opération indique que les investisseurs sont suffisamment sophistiqués pour percevoir ce message puisqu'ils réajustent les prix à la hausse. Les rendements anormaux des firmes ayant racheté leurs actions sont dorénavant supérieurs à ceux de leurs pairs, dont la rentabilité opérationnelle est inférieure, et semblables à ceux des entreprises du marché. Par conséquent, il est possible de conclure que le rachat a eu l'effet escompté.

En cas de rachat d'actions, s'il y a manipulations comptables, elles devraient être effectuées à la baisse afin de réduire le prix de la transaction. Toutefois, selon Gong, Louis et Sun (2008) les rachats d'actions ne sont pas toujours propices à la gestion des bénéficiaires. Ces auteurs estiment effectivement que les résultats risquent d'être manipulés seulement lorsque les rachats ne sont pas réalisés dans le but d'envoyer un signal sur les marchés. Les résultats obtenus sur la performance opérationnelle et boursière semblent toutefois valider la théorie du signal. Par conséquent, l'analyse des « accruals » discrétionnaires des firmes ayant racheté leurs actions ne

devraient théoriquement pas indiquer la présence de manipulations comptables. Voici les résultats obtenus de cette analyse pour les fenêtres annuelles -2, -1, 0, 1 et 2 :

Tableau 12 « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont réalisé un OMR (i)

DACC _i					
	-2	-1	0	1	2
N	396	485	507	422	347
Moyenne	0,0030	0,0039	-0,0003	0,0022	-0,0059* ¹³
Médiane	0,0012	0,0019	-0,0001	-0,0009	-0,0062 ¹⁴

Tableau 13 Différences entre les « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont réalisé un OMR (i) et les « accruals » discrétionnaires des firmes contrôle (j)

DACC _i – DACC _j					
	-2	-1	0	1	2
N	396	485	507	422	347
Moyenne	0,0045	-0,0003	-0,0016	0,0001	-0,0051
Médiane	-0,0012	-0,0065	0,0022	-0,0029	-0,0108

Tableau 14 Variations entre les périodes t-1 et t des « accruals » discrétionnaires des firmes qui ont réalisé un OMR (i)

ΔDACC _i					
	-2	-1	0	1	2
N	307	393	472	422	347
Moyenne	-0,0008	0,0003	-0,0051	0,0016	-0,0094
Médiane	-0,0017	-0,0022	-0,0023	0,0024	-0,0067

Ces résultats confortent l'idée selon les dirigeants ne semblent pas manipuler les bénéfices de leur entreprise avant la réalisation d'un rachat d'actions puisque les moyennes et les médianes ne sont jamais significatives. L'hypothèse H10 est donc réfutée. L'absence de manipulations comptables et l'excellente performance opérationnelle affichée avant et après la réalisation de l'opération semblent plutôt corroborer l'idée de Gong, Louis et Sun (2998) selon laquelle les

¹³ Selon le test de Student, la moyenne n'est pas significative.

¹⁴ Selon le test de Wilcoxon, la médiane est significative à 10 %.

incitatifs à la gestion des bénéfices sont faibles lorsque les rachats sont effectués à des fins de signalement.

Dans l'ensemble, les résultats portant sur les « open market repurchases » montrent que la performance opérationnelle des firmes étudiées est largement supérieure à celles des firmes contrôle avant et après la réalisation de l'opération. Cette performance est même anormalement élevée avant que la transaction ne soit effectuée. Cette excellente performance opérationnelle n'est toutefois pas reflétée dans les cours boursiers. Les rendements des firmes étudiées sont similaires à ceux des firmes contrôle et inférieurs à ceux des firmes du marché. La sous-évaluation semble donc l'élément déclencheur du rachat. Les investisseurs prennent connaissance de cette sous-évaluation lorsque le rachat est effectué, car ils corrigent les prix. Les rendements deviennent effectivement significativement plus élevés que ceux des firmes contrôle et normaux relativement au marché. Les résultats sur les « accruals » discrétionnaires, quant à eux, montrent que ceux-ci ne sont jamais significativement différents de zéro, ce qui suggère que les firmes qui effectuent un rachat d'actions, ne semblent pas choisir le moment et manipuler les résultats en conséquence. Ces transactions semblent plutôt motivées par le désir de signaler la sous-capitalisation boursière.

Conclusion

L'asymétrie informationnelle est source d'anomalies sur les marchés boursiers. Les opérations en capital étant réalisées en contexte de forte asymétrie informationnelle ont donc suscité un vif intérêt auprès de la communauté scientifique. Même si plusieurs recherches ont eu pour sujet les opérations en capital, elles n'ont pas les mêmes problématiques et elles ont généralement porté sur des opérations différentes, des pays différents et des périodes différentes. En étudiant à la fois les opérations à la hausse et à la baisse, dans un même pays et sur une même période, cette recherche contribue donc à la littérature. De plus, les recherches existantes ont rarement analysé conjointement la rentabilité opérationnelle, la gestion des bénéfices et la performance boursière des firmes. À notre connaissance, aucune étude n'a analysé ces trois paramètres sur des fenêtres pré événementielles et post événementielles. En effectuant cette analyse nous pourrions ainsi induire des conclusions qui ne peuvent être déduites à partir des recherches précédentes. Nous pourrions notamment déterminer si les

managers accomplissent une opération à la hausse ou à la baisse à un moment opportun ou s'ils ont plutôt tendance à choisir le moment de leur réalisation et à manipuler les résultats en conséquence.

Pour répondre à cette question, il est essentiel de mesurer la rentabilité opérationnelle, la performance boursière et la gestion des bénéfices autour de la date de réalisation de l'opération. Nous croyons que les méthodes utilisées dans cette recherche pour analyser ces paramètres sont robustes étant donné qu'elles ont été élaborées à partir des résultats d'études de simulations. Que ce soit pour mesurer la performance opérationnelle anormale, la gestion des bénéfices ou encore la performance boursière anormale, les études de simulations montrent qu'il est important d'utiliser des entreprises de contrôle afin de bien isoler les effets de l'événement. Elles montrent également que le secteur d'activités et la performance passée sont souvent les meilleurs critères de jumelage. Par conséquent, nous avons choisi pour chaque firme étudiée une entreprise témoin du même secteur d'activité ayant une performance passée similaire.

Les résultats obtenus montrent notamment que les managers n'adoptent pas le même comportement selon qu'ils réalisent une opération à la hausse ou à la baisse. Lors d'émissions d'actions, les résultats suggèrent que les dirigeants choisissent le moment de la réalisation de l'opération et qu'ils manipulent les résultats à la hausse dans le but d'influencer positivement les cours. Les « accruals » discrétionnaires sont en effet significativement positifs avant la réalisation de l'opération. Les performances opérationnelles étant également significativement positives sur les mêmes fenêtres, nous pouvons supposer qu'elles ne sont pas spontanément bonnes, mais qu'elles sont plutôt provoquées par les manipulations. Les résultats montrent également que les rendements anormaux sont significativement positifs avant l'opération. Il est donc probable que les performances boursières anormales très positives soient induites par les manipulations et les performances opérationnelles qu'elles entraînent. De ce fait, il est possible de conclure que les investisseurs sont relativement naïfs puisqu'ils semblent évaluer l'entreprise sur la base des informations produites sans tenir compte des modalités de production de ces informations. Autrement dit, ils ne parviennent pas à déceler les manipulations comptables effectuées préalablement à l'opération. Après l'opération, les manipulations cessent et les performances opérationnelles et boursières chutent, probablement en raison de l'effet de

réversibilité de la gestion des bénéfices. En résumé, lorsqu'il est question d'émissions d'actions, l'hypothèse de la gestion des bénéfices semble validée.

Concernant les opérations à la baisse, la plupart des études réalisées auparavant, notamment celles qui traitent de la gestion des bénéfices, se sont fondées sur l'effet de symétrie qu'ont ces événements sur les capitaux propres pour développer leur recherche. Les résultats de cette recherche montrent que cette hypothèse est exagérée puisque rien n'indique que les bénéfices ont été manipulés avant la réalisation d'un rachat d'actions. Au plus, les résultats montrent que ces opérations sont réalisées à un moment opportun et qu'elles sont motivées par le désir d'envoyer un signal positif. L'excellente rentabilité opérationnelle et la faible performance boursière observées avant le rachat révèlent effectivement que l'entreprise est sous-évaluée avant l'événement. Les investisseurs semblent prendre conscience de ce fait lorsque le rachat est effectué étant donné le renversement observé au niveau des rendements boursiers. Le rachat produit donc l'effet voulu puisqu'il envoie un signal positif sur le marché.

Les résultats de cette recherche auraient pu être améliorés. Concernant la performance opérationnelle et la gestion des bénéfices, il aurait peut-être été pertinent d'utiliser des données trimestrielles. Concernant la performance boursière, il aurait été préférable d'agréger les rendements selon la méthode BHAR. Il pourrait également être intéressant de tester davantage la relation entre la gestion des bénéfices et la performance boursière des firmes. Ceci pourrait être fait en étudiant les performances des firmes qui sont le plus susceptibles d'avoir manipulé leurs résultats.

Les résultats de cette recherche révèlent la présence d'anomalies sur les marchés boursiers. De ce fait, ils peuvent s'avérer utiles aux organismes de réglementation qui sont supposés encadrer les bourses et veiller à la protection des investisseurs. Finalement, puisque la gestion des bénéfices semble pratiquée, les résultats obtenus peuvent servir à conscientiser les normalisateurs. Ils devraient en effet être conscients que la latitude permise dans l'application des normes comptables n'est pas toujours utilisée à bon escient. Nous ne disons pas que les normes doivent imposer systématiquement un mode de comptabilisation unique, cependant certaines améliorations peuvent être faites pour minimiser l'impact de ces choix.

Bibliographie

- Abdul Rahman Rashidah et Afidah Abu Bakar. « Earnings management and acquiring firms preceding acquisition in Malaysia. ». (2002), Working Paper.
- Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe, et Gershon N. Mandelker. « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly ». *The Journal of Finance* 47, n^o. 4 (1992): 1605-1621.
- Akerlof, George A. « The Market for "lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism ». *Quarterly Journal of Economics* 84, n^o. 3 (1970): 488-500.
- Asquith, Paul, et David W. Mullins Jr. « Equity Issues and Offering Dilution ». *Journal of Financial Economics* 15, n^o. 1/2 (1986): 61-89.
- Barber, Brad M., et John D. Lyon. « Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics ». *Journal of Financial Economics* 41, n^o. 3 (1996): 359-399.
- . « Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics ». *Journal of Financial Economics* 43, n^o. 3 (1997): 341-372.
- Bartov, Eli. « Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes ». *Journal of Accounting and Economics* 14, n^o. 3 (1991): 275-294.
- Chan, Konan, David L. Ikenberry, Inmoo Lee, et Yanzhi Wang. « Share Repurchases as a Tool to Mislead Investors: Evidence from Earnings Quality and Stock Performance ». *SSRN eLibrary* (septembre 2007). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686567.
- Chan, Konan, David Ikenberry, et Inmoo Lee. « Economic Sources of Gain in Stock Repurchases ». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, n^o. 3 (2004): 461-479.
- DeAngelo, Linda Elizabeth. « Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders ». *Accounting Review* 61, n^o. 3 (1986): 400.
- Erickson, Merle, et Merle Shiing-wu Wang. « Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers ». *Journal of Accounting & Economics* 27, n^o. 2 (1999): 149-176.
- Franks, Julian R., et Robert S. Harris. « Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The U.K. experience 1955–1985 ». *Journal of Financial Economics* 23, n^o. 2 (1989): 225-249.
- Gong, Guojin, Henock Louis, et Amy X. Sun. « Earnings Management and Firm Performance Following Open-Market Repurchases ». *Journal of Finance* 63, n^o. 2 (2008): 947-986.
- Grullon, Gustavo, et Roni Michaely. « The Information Content of Share Repurchase Programs ». *Journal of Finance* 59, n^o. 2 (2004): 651-680.
- Hansen, Robert S., et Claire Crutchley. « Corporate Earnings and Financings: An Empirical Analysis ». *The Journal of Business* 63, n^o. 3 (1990): 347-371.
- Healy, Paul M., et James M. Wahlen. « A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting ». *Accounting Horizons* 13, n^o. 4 (1999): 365-383.
- Ikenberry, David, Josef Lakonishok, et Theo Vermaelen. « Market underreaction to open market share repurchases ». *Journal of Financial Economics* 39, n^o. 2-3 (1995): 181-208.
- . « Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading ». *Journal of Finance* 55, n^o. 5 (2000): 2373-2397.
- Jain, Bharat A., et Omesh Kini. « The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms ». *Journal of Finance* 49, n^o. 5 (1994): 1699-1726.
- Jones, Jennifer J. « Earnings Management During Import Relief Investigations ». *Journal of Accounting Research* 29, n^o. 2 (1991): 193-228.
- Kaplan, Steven. « The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value ». *Journal of Financial Economics* 24, n^o. 2 (1989): 217-254.
- Kothari, S. P., Andrew J. Leone, et Charles E. Wasley. « Performance matched discretionary accrual measures ». *Journal of Accounting & Economics* 39, n^o. 1 (2005): 163-197.

- Lakonishok, Josef, et Theo Vermaelen. « Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers ». *Journal of Finance* 45, n° 2 (1990): 455-477.
- Lee, Yong-Gyo, Sung-Chang Jung, et John H. Thornton. « Long-term stock performance after open-market repurchases in Korea ». *Global Finance Journal* 16, n° 2 (2005): 191-209.
- Lie, Erik. « Detecting Abnormal Operating Performance: Revisited ». *Financial Management (Blackwell Publishing Limited)* 30, n° 2 (2001): 77-200.
- Lie, Erik. « Operating performance following open market share repurchase announcements ». *Journal of Accounting and Economics* 39, n° 3 (2005): 411-436.
- Loughran, Tim, et Jay R. Ritter. « The New Issues Puzzle ». *The Journal of Finance* 50, n° 1 (1995): 23-51.
- . « The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings ». *Journal of Finance* 52, n° 5 (1997): 1823-1850.
- Loughran, Tim, et Anand M. Vijh. « Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? » *Journal of Finance* 52, n° 5 (1997): 1765-1790.
- Louis, Henock. « Earnings management and the market performance of acquiring firms ». *Journal of Financial Economics* 74, n° 1 (2004): 121-148.
- Lyon, John D., et Brad M. Barber. « Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns ». *Journal of Finance* 54, n° 1 (1999): 165.
- McLaughlin, Robyn, Assem Safieddine, et Gopala K. Vasudevan. « The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis ». *Financial Management* 27, n° 2 (1998): 31-45.
- Mikkelson, Wayne H., et M. Megan Partch. « Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process ». *Journal of Financial Economics* 15, n° 1/2 (1986): 31-60.
- Myers, Stewart C., et Nicholas S. Majluf. « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have ». *Journal of Financial Economics* 13, n° 2 (1984): 187-221.
- Ndubizu, Gordian A. « Do Cross-Border Listing Firms Manage Earnings or Seize a Window of Opportunity? » *The Accounting Review* 82, n° 4 (juillet 2007): 1009-1030.
- Perry, Susan E., et Thomas H. Williams. « Earnings management preceding management buyout offers ». *Journal of Accounting & Economics* 18, n° 2 (1994): 157-179.
- Rahman, R. Abdul, et R. J. Limmack. « Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies ». *Journal of Business Finance & Accounting* 31, n° 3/4 (2004): 359-400.
- Rangan, Srinivasan. « Earnings management and the performance of seasoned equity offerings ». *Journal of Financial Economics* 50, n° 1 (1998): 101-122.
- Ritter, J. R., et I. Welch. « A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations ». *Journal of Finance* 57, n° 4 (2002): 1795-1828.
- Ritter, Jay R. « The Long-Run Performance of Initial Public Offerings ». *Journal of Finance* 46, n° 1 (1991): 3-27.
- Siew Hong, Teoh, Ivo Welch, et T. J. Wong. « Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings ». *Journal of Financial Economics* 50, n° 1 (1998): 63-99.
- Siew Hong, Teoh, Welch Ivo, et T. J. Wong. « Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings ». *Journal of Finance* 53, n° 6 (1998): 1935.
- Spieß, D. Katherine, et John Affleck-Graves. « Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. » *Journal of Financial Economics* 38, n° 3 (juillet 1995): 243-267.
- Teoh, Siew Hong, T. J. Wong, et Gita R. Rao. « Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic? » *Review of Accounting Studies* 3, n° 1/2 (1998): 175-208.
- Travlos, Nickolaos G. « Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns ». *The Journal of Finance* 42, n° 4 (1987): 943-963.

- Vafeas, Nikos, Adamos Vlittis, Philippos Katranis, et Kanalis Ockree. « Earnings Management Around Share Repurchases: A Note ». *Abacus* 39, n° 2 (2003): 262-272.
- Vermaelen, Theo. « Common Stock Repurchases and Market Signalling ». *Journal of Financial Economics* 9, n° 2 (1981): 139-183.
- Watts, Ross L. and Zimmerman, Jerold L. « Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards ». *The Accounting Review* 53, n . 1 (1978): 112-134
The Accounting Review , Vol. 53, No. 1 (Jan., 1978), pp. 112-134
- Watts, Ross L. and Zimmerman, Jerold L., Positive Accounting Theory. Ross L. Watts, Jerold L. Zimmerman, POSITIVE ACCOUNTING THEORY, Prentice-Hall Inc., 1986
- Wu, Y. Woody. « Management Buyouts and Earnings Management ». *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 12, n° 4 (1997): 373-389.