

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - Cours de bourse et divisions de nominal : des différences culturelles

Par **Timothée Waxin**, attaché d'enseignement et de recherche, Université Paris-Dauphine

Les managers préférant avoir un actionnariat dispersé ont davantage tendance à diviser le nominal des titres de leur société.

Si les divisions de nominal font partie des décisions financières qui ont été largement étudiées par les chercheurs en finance, force est de reconnaître que les motivations qui sous-tendent ces opérations sont mal connues et qu'il est difficile de faire émerger un consensus. Un article paru en 2009 dans le *Journal of Economic Perspectives*¹ montre que les cours des titres des firmes américaines sont restés relativement constants depuis la Grande Dépression, autour de 35 dollars par action, ceci résultant de nombreuses opérations de division de nominal. Les auteurs prennent l'exemple de General Electric dont le cours à la fin de l'année 1935 était de 38,25 dollars. Soixante-douze ans plus tard, il était de 37,07 dollars. Sans divisions régulières et attributions d'actions gratuites dont les effets sont similaires, le cours aurait été de 10 676,16 dollars. Théoriquement, un stock split a pour unique objet de diminuer la valeur unitaire de l'action. Ainsi, une division par cinq entraîne la création de cinq nouvelles actions pour une ancienne d'un nominal cinq fois inférieur. Pourtant, son utilisation régulière, notamment aux Etats-Unis, laisse penser que ce choix managérial répond à d'autres objectifs.

De nombreuses explications sont régulièrement présentées. La plus commune est très certainement le souhait des dirigeants de ramener le cours de bourse à un niveau jugé optimal, satisfaisant les préférences de l'ensemble des actionnaires de la firme. Les investisseurs individuels, contraints financièrement, ont une probabilité moindre d'acheter des titres à cours élevés et sont particulièrement sensibles à la liquidité du titre, réduite en cas de cours trop important. Les institutionnels préfèrent, quant à eux, des titres à prix élevés leur permettant d'économiser sur les coûts de transaction souvent fonction du nombre de titres échangés. C'est ainsi que les managers préférant avoir un actionnariat dispersé ont davantage tendance à diviser le nominal des titres de leur société. Le fait que le nombre d'actionnaires individuels augmente après une division de nominal semble corroborer cette théorie. L'opération inverse, reversed stock split, est possible et vise à séduire des investisseurs qui jugeraient le cours des titres trop faible.

Un autre pan de la littérature s'intéresse au signal attaché à la division de nominal. Selon cette théo-

rie, les firmes sous-évaluées ont davantage recours aux stock splits que les autres pour attirer l'attention des analystes et indiquer leurs perspectives de croissance future. Plusieurs études empiriques montrent d'ailleurs que les annonces de ces opérations sont souvent suivies de rendements anormaux positifs.

Cependant, pour les auteurs de l'article précité, aucune de ces explications n'est pleinement satisfaisante. La théorie du cours optimal ne tient pas dans la mesure où beaucoup de titres sont détenus par l'intermédiaire de mutual funds pour qui le cours n'est pas un obstacle. En outre, alors que les divisions se sont multipliées, la part du capital détenue par les investisseurs individuels dans les entreprises n'a fait que chuter et celle des institutionnels augmenter. Quant à la théorie du signal, les auteurs rappellent qu'un faible cours n'est pas forcément bien perçu par le marché et que les splits ont souvent lieu lorsque les performances boursières sont élevées, période durant laquelle il n'est pas utile d'envoyer des signaux positifs au marché. Enfin, les exemples de Berkshire Hathaway (dont les titres s'échangent

autour de 100 000 dollars) ou Google (700 dollars fin 2007) tendent à montrer que les investisseurs ne pénalisent pas les firmes à cours élevé. Ces entreprises n'ont d'ailleurs pas fait connaître leur souhait de recourir à un stock split. D'après les auteurs, le maintien du cours des titres autour d'un même niveau proviendrait tout simplement du fait que les entreprises suivent des traditions et normes et adoptent parfois un comportement mimétique. Les firmes de grande

taille ont des cours plus élevés, les introductions en bourse se font à des cours proches... Dans cette perspective, le cours de bourse d'une firme ferait partie intégrante de la culture d'une entreprise. Une norme étant propre à une culture et un lieu en particulier, ce serait le motif pour lequel les splits sont particulièrement spécifiques aux Etats-Unis. Au Japon, par exemple, les opérations de divisions de nominal sont rares. En France, la division de nominal tend à se développer mais est souvent réalisée par des entreprises familières de ce type d'opération. Ces dix dernières années, on peut notamment citer Bénéteau, Essilor, Vallourec ou Vinci qui y ont eu plusieurs fois recours. ■

En France, la division de nominal est souvent réalisée par des entreprises familières de ce type d'opération.

1. Weld, Michaely, Thaler et Benartzi, 2009. *The nominal share price puzzle*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(2), p. 121-42.