



ÉTUDE D'ÉVÉNEMENTS SUR DONNÉES INTRAQUOTIDIENNES FRANÇAISES : LES RÉACTIONS DES ACTIONNAIRES AUX ANNONCES

SANDRINE LARDIC *

VALÉRIE MIGNON **

La relation entre actionnaires et dirigeants peut être perceptible par le biais d'une analyse de l'évolution des cours boursiers à la suite de l'arrivée d'informations nouvelles concernant l'entreprise. Nous nous proposons ici de nous inscrire dans un tel cadre d'étude en nous intéressant à l'impact d'une information rendue publique sur les cours des actions des entreprises émettrices. Les tests permettant d'appréhender cet impact correspondent à des « études d'événements ». Nombre d'analyses reposant sur les études d'événements ont déjà été effectuées, notamment en vue de tester l'efficience informationnelle des marchés au sens semi-fort. Ces études mettent globalement en évidence l'absence de réaction systématique et significative des rentabilités à la suite de l'annonce d'un événement concernant l'entreprise (voir notamment Lardic, 1998, pour le marché français). En conséquence, il apparaîtrait une certaine inertie de la relation actionnaires-dirigeants du point de vue des rentabilités. Deux remarques peuvent cependant être faites à ce niveau.

D'une part, les études précédemment réalisées ont concerné les titres des plus importantes capitalisations de la Bourse de Paris. Or, l'évolution de ces titres dépend clairement d'un ensemble d'événements qui ne sont pas nécessairement spécifiques à l'entreprise, ou qui sont déjà bien connus à l'avance (les analystes financiers ont généralement plus d'infor-

* MODEM, Université Paris X - Nanterre. E-mail : Sandrine.Lardic@u-paris10.fr

** MODEM, Université Paris X - Nanterre. E-mail : Valerie.Mignon@u-paris10.fr

Nous remercions Emmanuel Dubois pour ses remarques pertinentes sur une première version de ce travail ainsi que pour son aide au niveau informatique. Nous remercions également Michel Boutillier pour ses commentaires.

mations sur les plus grandes entreprises). Nous proposons en conséquence de réaliser une étude d'événements, non seulement sur des entreprises du CAC 40, mais également sur des entreprises de plus faible capitalisation : pour des titres moins liquides, on peut par exemple s'attendre *a priori* à ce que l'effet d'annonce de résultats (s'il existe) soit plus durable. Il nous semble que pour ce type d'entreprises, dont les moyens de communication sont plus limités, la relation actionnaires-dirigeants pourrait plus largement passer par des anomalies du comportement de la rentabilité. Nous retiendrons en conséquence neuf entreprises de moyenne capitalisation (MIDCAC) et douze entreprises de forte capitalisation (CAC 40) en vue d'une comparaison¹.

D'autre part, les fréquences généralement utilisées pour la réalisation des tests d'événements sont au mieux quotidiennes. Autrement dit, nous omettons en retenant cette fréquence tous les mouvements intraquotidiens des rentabilités. Or, Fama (1991) a spécifié qu'une certaine inefficience des marchés financiers pouvait apparaître à très court terme puis disparaître à plus long terme. Il nous semble ainsi qu'en descendant à un niveau plus fin d'analyse, des anomalies du type d'une réaction des rentabilités à une annonce d'événement pourront être mieux captées. Aussi, nous proposons de réaliser une étude d'événements sur des données de haute fréquence. De plus, notre période d'analyse est exceptionnellement longue pour ce type de travaux, à savoir cinq ans (janvier 1995 à décembre 1999).

Dans une première partie, nous commençons par décrire les données retenues ainsi que les hypothèses effectuées. Dans une deuxième partie, les stratégies de tests sont brièvement présentées². La troisième partie expose les résultats obtenus. Enfin, la dernière partie synthétise les principaux résultats.

DESCRIPTION DES DONNÉES RETENUES ET HYPOTHÈSES RÉALISÉES

Afin de réaliser l'étude d'événements, nous avons retenu deux sources d'informations. Les données quantitatives relatives à l'évolution des cours proviennent de la base de données intraquotidiennes AFFI-SBF. Les informations concernant les événements qui ont marqué l'entreprise étudiée sont issues de la base de données des *Echos* qui recense, de façon quotidienne, les articles relatifs aux diverses sociétés cotées.

Nous avons, en outre, réalisé un certain nombre d'hypothèses. En premier lieu, nous avons choisi de retenir des cours de transaction, et non les milieux de fourchette de cotation. En second lieu, l'observation des données indique que certaines transactions ont lieu de manière simultanée. Afin de prendre en compte ce phénomène, nous avons



retenu un cours moyen (en général le cours est identique pour les transactions simultanées, sinon nous avons effectué une moyenne des cours pondérée par les volumes). En troisième lieu, l'irrégularité de la réalisation de transactions pour chaque entreprise pose clairement un problème fondamental pour l'étude : comment calculer une rentabilité³ sur des données apparaissant parfois dans un intervalle de 10 secondes ou moins et parfois avec des écarts de 5 ou 6 jours ? Nous avons ici choisi de régulariser les données à partir du délai médian entre deux transactions pour les actions du MIDCAC. Pour les valeurs du CAC, nous avons régularisé les données trente secondes par trente secondes. Cette périodicité permet d'avoir une certaine homogénéité par rapport à l'indice CAC 40 qui n'est disponible que toutes les trente secondes. Si à l'intérieur du temps médian il n'y a pas eu de transactions, nous avons affecté une valeur manquante. Enfin, en raison de l'intensité des premières et des dernières observations d'une journée, nous avons retiré de l'analyse les données correspondant aux 5 premières et aux 5 dernières minutes d'une journée.

STRATÉGIES DE TEST

Afin de sélectionner pour chaque entreprise un certain nombre d'informations pertinentes, nous avons mis en œuvre deux tests non paramétriques : le test du seuil, qui consiste à détecter les plus grandes variations dans les séries de cours, et le test des *runs*. Rappelons qu'un *run* est défini comme une séquence d'observations successives de même signe. Si la série des rentabilités est aléatoire, alors le nombre total de *runs* suit une loi normale. En d'autres termes, le nombre de *runs* positifs doit être approximativement égal au nombre de *runs* négatifs, ce qui est en accord avec l'hypothèse d'efficience des marchés financiers.

RÉSULTATS OBTENUS

L'application du test du seuil et du test des *runs* nous a conduit à mettre en évidence, pour chaque titre, un certain nombre d'informations économétriquement significatives (c'est-à-dire des informations ayant eu un impact sur les cours). Nous avons classé ces informations en six catégories :

- annonces de résultats de l'entreprise émettrice ;
- informations relatives aux filiales de l'entreprise émettrice ;
- informations relatives à des rumeurs concernant l'entreprise émettrice. Il peut s'agir ici de rumeurs portant sur des prévisions de résultats, sur la démission du directeur de l'entreprise, sur des fusions, sur des acquisitions... ;
- informations relatives à la direction de l'entreprise et aux « affaires ». Il

s'agit ici d'informations concernant les changements de direction d'une entreprise, les mises en examen d'un dirigeant... ;
 - informations relatives aux fusions, acquisitions, cessions, OPA, OPE, accords entre entreprises... ;
 - informations diverses : ce sont des informations n'appartenant pas aux cinq autres catégories. Il peut s'agir par exemple d'informations relatives au lancement d'un nouveau produit, à l'entrée ou la sortie d'un titre d'un indice...

Nous nous proposons alors d'identifier pour chaque entreprise le type d'information qui a le plus d'impact sur les cours boursiers. En d'autres termes, notre objectif est ici de déterminer la catégorie d'information qui a la plus forte propension à induire des variations significatives de cours. Les résultats obtenus figurent dans le tableau n°1.

Tableau n°1
Informations ayant un impact significatif sur les cours
 (en %)

	Résultat	Filiale	Rumeur	Direction	Fusion...	Divers
Alcatel	28,1	6	69,2	6,7	3,3	6
Axa	28,5	8,3	40	25	13	11
BNP	35,7	6,7	50	12,5	12	11,4
Carb. Lo.	42,8	0	-	-	60	30,7
CCF	22,2	18,2	0	0	13,9	25
Cegid	25	-	-	-	37,5	40
De Dietrich	50	0	100	0	20	70
Fives Lille	100	50	-	50	-	20
JC Darmon	40	0	-	-	16,7	33,3
Lafarge	33,3	40	0	0	22,4	10,2
Moulinex	58,8	-	100	37,5	14,3	34,5
Naf-Naf	42,8	-	-	0	0	88,8
Paribas	18,2	14,6	-	10	15,1	13,6
Renault	26,5	15,1	100	60	33,3	16,8
Rh. Poulenc	15,4	18,6	100	20	18	15
St Gobain	27,3	26,7	-	33,3	10,2	14,8
Sté Gale	32,4	9,5	66,7	30	15,4	15,6
Suez Lyon.	50	11,4	100	36,4	19,5	22,1
Virbac	66,7	-	-	0	33,3	66,7
Vranken	100	-	-	-	42,8	40

En gras : % le plus élevé (hors catégorie divers).

Ces résultats mettent en avant l'importance du poids des rumeurs sur les cours des entreprises émettrices. On remarque ainsi que 100 % des rumeurs ont un impact significatif sur les cours pour De Dietrich,



Moulinex, Renault, Rhône Poulenc et Suez-Lyonnaise des Eaux. On constate, en outre, que pour près de la moitié des entreprises, ce sont des rumeurs qui ont eu le plus grand impact sur les cours. Globalement, à la lecture des journaux des entreprises, il ressort que les rumeurs qui ont eu une influence sur les cours sont souvent relatives aux résultats de l'entreprise émettrice, aux opérations de fusion/acquisition ou encore à la direction de l'entreprise.

La deuxième conclusion fondamentale issue du tableau n°1 est relative au poids prépondérant des annonces de résultats. Pour la quasi totalité des firmes, les annonces de résultats ont un poids considérable sur les cours boursiers.

Le troisième résultat concerne le poids relativement important des informations concernant les opérations de fusion/acquisition surtout pour les entreprises du MIDCAC (Carbone Lorraine, Cegid, Virbac et Vranken), mais aussi pour Renault.

Enfin, on pourra noter que, à quelques exceptions près, le poids des informations relatives aux filiales et à la direction de l'entreprise est relativement faible comparativement aux autres types d'information.

L'objet de ce travail était de procéder à une étude d'événements sur la Bourse de Paris sur données intraquotidiennes. Nous avons mis en avant la prépondérance de trois types d'informations : les annonces de résultats des entreprises émettrices, les rumeurs et les informations relatives aux opérations de fusion/acquisition. Il convient en outre de mentionner que, bien que l'influence du secteur ou du CAC n'ait pas été retirée de nos séries, les informations significatives sont toujours spécifiques aux entreprises émettrices. On peut également mettre en avant qu'il n'y a pas réellement d'impact de l'ampleur de la capitalisation (faible ou forte) sur le type d'événement dans la mesure où les conclusions relatives aux titres du CAC sont similaires à celles concernant les titres du MIDCAC.

Ces différents résultats donnent lieu à deux types de conclusions. En premier lieu, ils illustrent l'apport d'une étude sur données intraquotidiennes en mettant en exergue le dynamisme de la relation entre actionnaires et dirigeants, l'utilisation de données à fréquence moins élevée conduisant en effet généralement à une inertie de cette relation (voir Fama, 1991 et Lardic, 1998). Ce dynamisme de la relation s'explique par le fait que les informations émanant de l'entreprise ont une influence notable sur l'évolution des cours. En second lieu, nos résultats montrent que certaines informations publiquement disponibles n'ont pas été correctement anticipées puisqu'elles ont un impact significatif sur les cours, ce qui semble

difficilement s'accorder avec l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés financiers au sens semi-fort. Pour finir, notons que, travaillant sur des données intraquotidiennes, cette étude pourrait être prolongée dans le sens d'une meilleure prise en compte des spécificités de la microstructure des marchés financiers (fractionnement d'ordres importants, transactions par bloc...).

NOTES

1. Les entreprises retenues du MIDCAC sont : Carbone Lorraine, Cegid, De Dietrich, Fives Lille, Jean-Claude Darmon, Moulinex, Naf-Naf, Virbac et Vranken Monopole. Pour les onze entreprises du CAC, nous avons retenu : Alcatel, Axa, BNP, CCF, Lafarge, Paribas, Renault, Rhône Poulenc, Saint Gobain, Société Générale, Suez et Suez-Lyonnaise des Eaux.
2. Pour les détails concernant les stratégies de test et pour l'exposé de l'ensemble des résultats, voir Lardic et Mignon (2001).
3. Nous définissons les rentabilités comme les variations logarithmiques des cours de transaction.

BIBLIOGRAPHIE

- FAMA E. (1991), « Efficient Capital Markets : II », *Journal of Finance*, 46, pp. 1575-1618.
- LARDIC S. (1998), « Tests de *runs* appliqués aux actions françaises quotidiennes du CAC 40 : une étude d'événements », *document de travail CCF*.
- LARDIC S. et MIGNON V. (2001), « Etudes d'événements sur données intraquotidiennes françaises : les réactions des actionnaires aux annonces (Version longue) », *Working paper MODEM*, Université Paris X-Nanterre.