

Les hausses de cours observées au Canada à l'approche d'offres publiques d'achat sont-elles le symptôme d'un problème?

*Michael R. King et Maksym Padalko**

Notre étude porte sur une dimension importante de l'efficacité des marchés de capitaux, à savoir le degré d'asymétrie d'information entre les participants (Bauer, 2004). C'est sous cet angle qu'y est abordée la question des opérations d'initié, c'est-à-dire les transactions effectuées par les dirigeants et les administrateurs d'une entreprise sur les actions de celle-ci. Dans bon nombre de pays, des lois régissent les modalités d'exécution de ces opérations et délimitent la période où elles peuvent avoir lieu. Ces lois interdisent aux initiés non seulement de conclure des transactions lorsqu'ils sont en possession de renseignements importants et non publics, mais aussi de communiquer ces renseignements à certains investisseurs plutôt qu'à d'autres. L'entreprise est même tenue de divulguer ces renseignements importants par voie de communiqué, afin que tous les investisseurs se trouvent sur un pied d'égalité. En dépit des arguments tendant à faire croire que le délit d'initié est une infraction sans victime qui favorise l'efficacité des marchés et constitue un moyen de rétribution efficace des dirigeants, les organismes de réglementation considèrent que cette pratique porte atteinte au bien-être public (Bainbridge, 2000). Comme il ressort des modèles d'asymétrie d'information, lorsque les investisseurs croient que les initiés se fondent systématiquement sur des renseignements importants et non publics pour effectuer leurs transactions, il en résulte : i) une augmentation du taux de rendement exigé par les investisseurs peu informés; ii) un élargissement des écarts acheteur-vendeur établis par les teneurs de marché; et iii) une réduction de la liquidité des marchés secondaires. Ces trois facteurs ont pour effet de renchérir le capital pour les entreprises et de nuire au bien-être public en freinant la croissance économique.

Portée de l'étude

Notre étude vise à déterminer si des délits d'initié sont commis au Canada pendant la période qui précède un événement bien particulier de la vie des entreprises : l'offre publique d'achat ou OPA. À cette fin, nous analysons un échantillon constitué de 420 OPA ayant visé, entre 1985 et 2002, des sociétés canadiennes cotées en bourse. Nous cherchons à savoir si le cours des actions d'une entreprise et le volume des transactions augmentent systématiquement avant la première annonce publique de l'offre. Pour ce faire, nous établissons la configuration générale des hausses de cours qui précèdent les OPA au Canada et comparons ensuite les résultats à ceux d'études similaires portant sur les États-Unis. À la lumière de cette analyse, nous proposons un test de validité de deux explications concurrentes du phénomène, les critères étant, d'une part, la coïncidence des fluctuations anormales de cours et de volume et, d'autre part, le moment où survient la hausse du prix de l'action avant la première annonce publique.

Méthodologie

L'augmentation de cours qui précède une OPA peut être attribuée à une fuite d'information résultant d'opérations d'initié, aux anticipations des investisseurs qui ont su repérer d'avance l'entreprise cible, ou encore à une combinaison de ces deux facteurs. Nous partons de l'hypothèse que les marchés de capitaux font preuve d'efficacité informationnelle, c'est-à-dire que le prix d'une action tient compte de tous les renseignements tant publics que privés relatifs à l'entreprise. Notre hypothèse nulle est que la hausse de cours qui précède une OPA témoigne du fait que le marché anticipe l'événement, que ce soit en raison de rumeurs véhiculées par les médias ou d'une analyse des tendances du secteur ou de facteurs propres à l'entreprise, par exemple des difficultés financières. Cette anticipation du marché — qu'elle soit fondée ou non — s'intègre au cours de l'action par le jeu

* Le présent article est une version abrégée d'un document de travail (à paraître) de la Banque du Canada.

des transactions boursières et accroît le rendement du titre avant la première annonce publique.

Notre hypothèse concurrente est que le phénomène résulte de fuites d'information liées aux opérations d'initié. Selon ce scénario, l'augmentation du prix de l'action qui survient avant une OPA est déclenchée par les opérations illicites des initiés, qui se préparent à tirer profit de la flambée des cours que provoquera l'annonce. Les études menées sur des cas réels de délit d'initié corroborent cette hypothèse. Elles démontrent, en effet, que les délits d'initié s'accompagnent à la fois de rendements et de volumes de transactions anormaux (Cornell et Sirri, 1992; Meulbroek, 1992). En règle générale, les initiés commettent leurs délits bien avant l'annonce, pour ainsi éviter la période durant laquelle les organismes de réglementation exercent une vigilance maximale. Nous utilisons ces faits stylisés pour repérer les délits d'initié, en nous servant des mêmes algorithmes que les autorités de réglementation pour analyser la configuration des transactions après les événements importants touchant une entreprise. Cette méthode ne permet pas de faire la preuve d'un délit d'initié, mais simplement d'en indiquer la présence ou l'absence. Le point essentiel à retenir est que cette hypothèse serait rejetée s'il s'avérait que les rendements anormaux ne s'accompagnent pas de volumes de transactions anormaux (ou vice versa). De même, les variations anormales de rendement ou de volume survenant peu avant l'annonce tiennent probablement davantage aux anticipations du marché.

Nous procédons à une étude d'événement type pour examiner les rendements et les volumes de négociation anormaux (MacKinlay, 1997). Cette approche consiste à retenir un événement — comme le lancement d'une OPA — et à analyser le comportement de l'action avant et après. L'objectif est de déterminer l'incidence de l'événement sur le titre en comparant les rendements réels de ce dernier à ceux qu'on se serait attendu à observer si l'événement ne s'était pas produit. Pour chaque OPA faisant partie de notre échantillon, nous désignons la date de l'annonce comme le jour 0, et nous calculons les rendements anormaux quotidiens au cours des trois mois précédents. Nous faisons ensuite la moyenne des rendements anormaux des entreprises visées par les 420 OPA pour chaque journée de notre fenêtre d'événement, et nous cumulons ces rendements anormaux quotidiens à un certain horizon temporel. Étant donné que nous n'anticipons aucun rendement anormal en l'absence d'OPA, nous utilisons un test *z* paramétrique standard et un test non paramétrique des rangs signés en vue d'établir si ces

valeurs moyenne et cumulée sont significativement différentes de zéro. Nous procédons de même avec le volume des opérations pour chacune des 420 OPA.

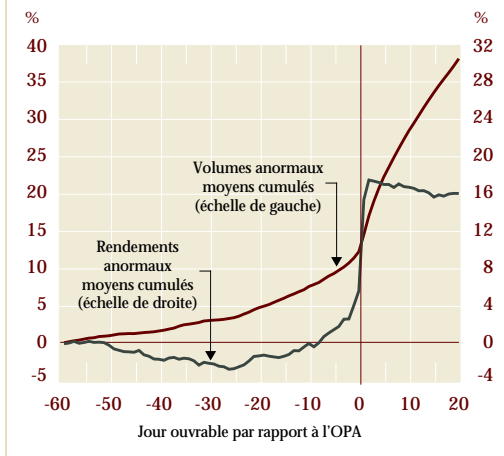
Synthèse des résultats

Nous constatons que les rendements anormaux moyens et cumulés ne deviennent positifs et statistiquement significatifs que peu de temps avant la première annonce publique (Graphique 1). Dans l'ensemble de notre échantillon, la moyenne des rendements anormaux au jour 0 est de 9,8 %, ce qui dénote la hausse enregistrée par le cours de l'action le jour de l'annonce d'une OPA. L'ampleur de l'augmentation qui précède une OPA au Canada et le moment où elle se produit — selon notre échantillon — se rapprochent beaucoup de ce que l'on a observé aux États-Unis, ce qui porte à croire que les prix des actions réagissent de la même manière dans les deux pays.

Nous divisons notre échantillon en plusieurs sous-échantillons pour examiner l'incidence de l'appartenance à un secteur déterminé et de la période où survient l'OPA. Des études antérieures donnent à penser que la concentration des prises de contrôle dans un secteur particulier ou durant une certaine période renforce l'aptitude du marché à prévoir de tels événements. Notre échantillon indique un grand nombre de prises de contrôle dans le secteur des ressources naturelles ainsi qu'une concentration des OPA sur un nombre restreint d'années. Notre hypothèse est que les rendements anormaux cumulés liés à des prises de contrôle devraient être plus élevés dans ce secteur que dans les autres, plus hétérogènes. Toutefois, contrairement à nos attentes, les hausses de cours pour les entreprises du secteur des ressources naturelles représentent moins de la moitié de celles relevées dans les autres secteurs. Un complément d'analyse s'impose pour expliquer un tel résultat.

Nous analysons aussi l'effet des changements institutionnels sur l'augmentation de cours qui précède l'OPA. Si un délit d'initié est à l'origine de la hausse, le renforcement de la vigilance, conjugué au progrès technologique, devrait décourager ce comportement en facilitant sa détection *ex post*. Les ressources consacrées à la surveillance et à l'application des règlements ont été fortement accrues en 1998, après que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario fut devenue un organisme à financement autonome. Parallèlement, la Bourse de Toronto a fermé son parquet et adopté un système de négociation entièrement électronique. Nous nous attendions par conséquent à ce que les

Graphique 1
Rendements et volumes anormaux cumulés sur un échantillon de 420 OPA, 1985-2002



hausse de cours à l'approche d'une OPA soient plus faibles après 1997. Nous avons constaté au contraire qu'elles étaient plus importantes, tout comme le bond enregistré par le cours de l'action lors du lancement de l'OPA. Ce résultat, allié à la multiplication des rumeurs véhiculées par les médias après 1997, donne à penser que les anticipations du marché se sont accrues sous l'effet, peut-être, de l'amélioration de la transparence. Cette hypothèse sera vérifiée dans le cadre de travaux de recherche futurs.

Pour déterminer si la hausse de cours qui précède l'OPA s'explique par des fuites d'information ou par les anticipations du marché, nous vérifions si les rendements anormaux observés avant l'OPA s'accompagnent de volumes de transactions anormaux. Une comparaison naïve des rendements anormaux et des volumes anormaux enregistrés chaque jour porte à croire que les deux phénomènes ne coïncident pratiquement jamais durant la période pré-annonce (Graphique 1). Une régression sur panel des volumes anormaux sur les rendements anormaux permet de tester la corrélation de façon plus formelle. La relation entre les deux variables est vérifiée statistiquement au seuil de confiance de 99 %, mais la petitesse du coefficient donne à penser qu'elle est sans importance sur le plan économique. Ces régressions indiquent donc que les deux phénomènes coïncident peu durant la période pré-annonce. Les tests ne conduisent pas au rejet de l'hypothèse nulle, si bien que nous concluons que les hausses de cours qui précèdent une OPA résultent des anticipations du marché et non de fuites d'information imputables aux délits d'initié.

Conclusion

Il ressort de notre analyse d'un échantillon de 420 OPA lancées au Canada que le cours des actions concernées augmente durant la période précédant l'annonce de l'OPA, ce qui concorde avec les résultats d'études similaires menées aux États-Unis. Au sein de notre échantillon, le phénomène survient peu avant la première annonce publique, et son ampleur est comparable à ce que l'on observe au sud de la frontière. Par ailleurs, les hausses sont plus marquées dans le cas des OPA lancées après 1997, c'est-à-dire depuis que les organismes de réglementation consacrent davantage de ressources à la surveillance des marchés et à l'application des règlements relatifs aux opérations d'initié. Contrairement à nos attentes, les augmentations de rendement sont moindres dans le secteur des ressources naturelles, malgré la concentration des prises de contrôle dans ce secteur.

Étant donné la configuration des hausses de cours, l'absence de volumes anormaux d'opérations les journées où l'on observe des rendements anormaux et le fait que les hausses surviennent peu avant la date des OPA, nous concluons que le phénomène tient aux anticipations du marché, et non à des fuites d'information attribuables aux délits d'initié. Notre étude incite à penser que les marchés boursiers canadiens sont efficaces; elle n'étaye pas l'opinion selon laquelle les opérations d'initié posent un problème plus grave au Canada qu'aux États-Unis.

Cette conclusion s'applique à la moyenne des 420 OPA faisant partie de notre échantillon, mais nous ne pouvons écarter la possibilité que des délits d'initié soient survenus à l'égard d'une entreprise particulière. De plus, l'article ne tient pas compte des opérations d'initié qui précèdent d'autres événements importants de la vie des entreprises, tels que les annonces de bénéfices, de modification des dividendes et de faillite. Ces questions feront l'objet de recherches futures.

Bibliographie

- Bainbridge, S. (2000). « Insider Trading ». In : *Encyclopedia of Law and Economics, Vol. III. The Regulation of Contracts*, sous la direction de B. Bouckaert et G. DeGeest, Cheltenham, Edward Elgar, p. 772-812.
- Bauer, G. (2004). « Typologie de l'efficience des marchés », *Revue du système financier* (présente livraison).
- Cornell, B., et E. R. Sirri (1992). « The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 3, p. 1031-1059.
- MacKinlay, A. C. (1997). « Event Studies in Economics and Finance », *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 1, p. 13-39.
- Meulbroek, L. K. (1992). « An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 5, p. 1661-1699.