

COMMUNICATION FINANCIÈRE

UN OUTIL POUR AMÉLIORER LA LIQUIDITÉ DES ENTREPRISES FRANÇAISES COTÉES



Aymen AJINA

Doctorant en finance
HEC-Business
School de
l'Université
de Liège
ISG de Sousse

La qualité de l'information financière influe sur la liquidité des titres des entreprises françaises. Ce constat devrait inciter les autorités françaises et les entreprises à développer la communication financière comme un moyen indispensable pour prévenir le risque d'illiquidité.



Danielle SOUGNE

Professeur de finance, titulaire de la chaire KBL Industrie des fonds, présidente de l'UER finance HEC Business School Université de Liège

La liquidité est définie comme la capacité d'échanger rapidement un nombre important de titres sans provoquer de variation conséquente du cours. C'est un concept fortement dépendant de la transparence informationnelle. En effet, la présence d'asymétrie d'informations entre les investisseurs rend les échanges sur le marché peu transparents et peut susciter des dysfonctionnements. L'inefficacité informationnelle provoque une réduction de la liquidité sur le marché et une augmentation du coût du capital (Botosan et Plumlee, 2002 ; Hail, 2002). Ce constat théorique fait apparaître un intérêt pratique pour les dirigeants des sociétés. Ces der-

niers peuvent saisir l'opportunité de publier une information de qualité et de mettre l'accent sur la mise en place de politiques efficaces de communication d'informations. L'objectif est de réduire les asymétries informationnelles, d'augmenter la confiance des investisseurs et d'accroître le nombre de transactions sur les titres de l'entreprise.

COMMUNICATION FINANCIÈRE ET LIQUIDITÉ DES TITRES

Nous avons mené une enquête sur un échantillon composé de 196 entreprises cotées à l'indice SBF250 sur une période de 4 ans (2004-2007) soit 784 observations.

Les résultats de notre étude prouvent que la politique de communication influence la liquidité du marché et conforte l'hypothèse de la sélection adverse, c'est-à-dire l'existence d'une asymétrie d'informations entre les investisseurs. En effet, ceux-ci se protègent contre les choix préjudiciables qui entraînent une perte. Ils ont tendance à investir dans les titres transparents. Ceci entraîne une augmentation des coûts de transaction et la réduction de la liquidité du titre.

La qualité de publication a pour objet de réduire l'écart d'anticipation entre les différents agents économiques. Elle permet ainsi de dissiper l'avan-

tage informationnel dont bénéficient les investisseurs informés et de diminuer les effets négatifs de l'asymétrie d'informations sur la liquidité. Sreedhar, Paolo et Guojun (2009) affirment que lorsque les investisseurs non informés (petits porteurs) pressentent la présence d'asymétrie d'informations sur le marché, ils refusent d'effectuer des transactions compte tenu du risque de sélection adverse. En d'autres termes, plus il existe d'agents possédant un avantage informationnel par rapport à d'autres agents sur le marché, moins le marché est liquide.

La théorie du signal (Ross, 1977) suppose que la réduction de l'asymétrie d'informations s'opère grâce aux informations émises par les entreprises cotées. Ces informations permettent une meilleure évaluation des produits et apportent des solutions au problème d'asymétrie informationnelle (Leuz et Verrecchia, 2000).

L'engagement dans une politique de communication de meilleure qualité est de nature à réduire l'hétérogénéité des anticipations des investisseurs et d'accroître la capacité des investisseurs à réaliser leurs transactions au moindre coût. La liquidité s'en trouve de ce fait améliorée.

D'autres études empiriques confirment le lien positif entre la qualité

de la communication financière et la liquidité du marché. En effet, Leuz et Verrecchia (2000), Heflin et al. (2005) et Espinosa et al. (2008) ont démontré que la qualité de la publication améliore la liquidité des marchés américain, espagnol et allemand.

Notre étude met en évidence une relation négative entre le volume de transactions et la fourchette des prix. Le volume de transactions implique un problème de sélection adverse car les investisseurs informés préfèrent négocier des volumes importants pour profiter de l'information qu'ils détiennent. Donc la hausse du volume de transactions entraîne un déséquilibre important sur le marché des actions et engendre des coûts supplémentaires qui élargissent la fourchette des prix. Ainsi, plus le volume de transactions augmente, plus les fourchettes des prix sont réduites.

Par ailleurs, nous démontrons que la volatilité des prix influence positivement et de façon significative la fourchette affichée. La volatilité s'explique par la présence de spéculateurs sur le marché qui perturbent le cours et l'écartent de façon temporaire de sa valeur fondamentale. Plus la volatilité augmente, plus les investisseurs ont tendance à élargir la fourchette de prix. Dès lors, la liquidité s'en trouve réduite. Ce résultat est conforme à celui d'Espinosa et al. (2008).

La fourchette des prix se rétrécit à mesure que la taille de l'entreprise augmente. Ce résultat converge avec l'idée que les titres des entreprises à faible capitalisation sont moins liquides que les titres des entreprises à forte capitalisation. Ce constat coïncide avec les résultats des travaux antérieurs réalisés par Lafond, Lang et Skaife (2007). La diffusion régulière d'informations peut s'avérer coûteuse pour les entreprises de

petite taille. En conséquence, ces petites entreprises ont une asymétrie d'informations plus élevée que les entreprises de grande taille. Ceci a comme conséquence une diminution de la liquidité des titres sur le marché.

ANALYSE DE SENSIBILITÉ DES RÉSULTATS

Nous testons également l'impact sur la liquidité des titres, des informations stratégiques (par exemple : informations générales sur l'entreprise, activité de R&D...), financières (indicateurs de performance, informations prévisionnelles...) et non financières (informations sur les employés, informations sur la gouvernance...). Les résultats indiquent que ce sont essentiellement les informations financières et non financières qui suscitent l'intérêt des investisseurs lorsqu'ils réalisent une transaction. L'information stratégique s'avère intéressante pour les positions à long terme, mais n'entraîne pas une augmentation du nombre de transactions.

Les actionnaires, les investisseurs potentiels, les gestionnaires et les analystes sont avides de toute information précise concernant les entreprises auxquelles ils s'intéressent, ceci a un impact positif sur la liquidité du marché.

Nous constatons également que la qualité des rapports annuels influence positivement la liquidité. Ce résultat est cohérent avec les résultats précédents qui montrent que la qualité de la communication réduit l'asymétrie d'informations entre les différents investisseurs sur le marché, augmente la confiance des investisseurs, réduit l'incitation à la recherche privée d'informations et augmente le nombre des investisseurs disposés à investir dans l'entreprise. Autrement dit, une meilleure divulgation d'informa-

tions de la part de l'entreprise peut accroître le nombre de transactions sur le marché.

UN ASPECT PEU ÉTUDIÉ

L'impact de la qualité de la communication financière sur la liquidité du marché français est un aspect peu étudié. Nos travaux démontrent qu'une communication financière de qualité permet de réduire l'asymétrie d'informations et augmente la liquidité des titres. Elle souligne que les entreprises françaises ont intérêt à fournir des informations exactes et précises sur leur situation financière, la composition de leur actionnariat et leur gouvernance afin d'améliorer la transparence, la confiance des investisseurs et la liquidité. ■

« La qualité de publication a pour objet de réduire l'écart d'anticipation entre les différents agents économiques. »

BIBLIOGRAPHIE

- **Botosan C., Plumlee A.** (2002). « A re-examination of disclosure level and expected cost of equity capital », *Journal of Accounting Research*, Vol. 1, p. 2-40
- **Chae J.** (2005), « Timing information, information asymmetry, and trading volume », *The Journal of Finance*, 61, p.413-442
- **Espinosa M. Tapia M., Trombetta M.** (2008), « Disclosure and Liquidity in a Driven by Orders Market: Empirical Evidence from Panel Data », *Investigaciones Económicas*, p.339-370
- **Gujarati N.** (2004), « Économétrie », Traduction de la 4ème édition américaine par Bernard Bernier. Edition de Boeck
- **Heflin F., Shaw W., Wild J.** (2005), « Disclosure policy and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 22, p.829-866
- **Labelle R., Schatt A.** (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 8, p.77-104
- **Lafond R., Lang M., Skaife, H.** (2007), « Earnings smoothing, governance and liquidity: International evidence », *Working paper, University of North Carolina.*
- **Lakhal F.**, (2008), « Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France », *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, p. 60-75
- **Leuz C. and Verrecchia R.** (2000), « The economic consequences of increased disclosure », *Journal of Accounting Research*, Vol 38, p.91-124
- **Libby T., Mathieu R., Robb G.** (2002), « Earnings Announcements and Information Asymmetry: An Intra-Day Analysis », *Contemporary Accounting Research* 19, p. 449-472
- **Sarin A., Shastri A., Shastri K.** (2000), « Ownership structure and stock market liquidity », *Working Paper, Santa Clara University*
- **Sharma L.** (2005), « Ownership Structure and Stock Liquidity, Evidence from Indian Market », *Working paper*
- **Sreedhar B., Paolo P., Guojun W.** (2009), « Does asymmetric information drive capital structure decisions? », *Review of Financial Studies*, 22, p. 3211-3243