

Réaction du marché boursier à l'annonce de l'émission de certains types de financement : cas des grandes firmes françaises

Chekib Bani¹

Version : février 2013

RÉSUMÉ

La théorie de l'intermédiation financière affirme que les banques apparaissent comme des réducteurs des asymétries d'information. Un emprunt bancaire divulgue alors une information favorable aux acteurs du marché boursier concernant la qualité et la valeur de leur firme emprunteuse. La majorité des travaux empiriques antérieurs menés sur les pays anglo-saxons confirme cette théorie en montrant un rendement anormal significativement positif des cours des actions à l'annonce d'un financement bancaire, et une réaction non significative à l'annonce d'émission de prêts obligataires. Ce présent travail élargit ce volet de recherche en examinant la réaction du marché boursier français à l'annonce de différents types de prêts. Selon un échantillon composé de 183 annonces d'endettement sur la période allant de janvier 2001 jusqu'à fin décembre 2011, les résultats obtenus montrent une réaction non significative des acteurs du marché boursier à l'annonce d'une dette bancaire. En revanche, ces mêmes acteurs réagissent positivement et de manière significative à l'annonce des emprunts syndiqués, à l'annonce des emprunts bancaires de court terme et lorsque l'annonce est réalisée par une firme de petite taille. De surcroît, cette étude confirme les résultats des travaux antérieurs sur la réaction du marché boursier à l'annonce des emprunts obligataires.

Classification JEL : G14 ; G21

Mots clés : Emprunts bancaires ; Etude d'évènements ; asymétrie d'information ; France

¹ Doctorant à l'École Supérieure de Commerce de Tunis (Laboratoire de Recherche en Microéconomie Appliquée-LARMA). Adresse : 17 Rue el Jezy, route de la plage 8070 Korba
Tél : + 216 97 56 70 82. Courriel : chekib.bani@gmail.com

Introduction

En cas de conclusion des contrats de dettes, les prêteurs confrontent une situation d'incertitude lorsqu'ils ne connaissent pas les emprunteurs. En effet, les bailleurs de fonds doivent se renseigner sur la qualité des firmes demandeuses de prêts. Formellement, les asymétries d'information entre l'entreprise et ses prêteurs peuvent être classées en trois catégories. Des asymétries d'information existent avant la signature du contrat de crédit, dans la mesure où, les bailleurs de fonds sont incapables de distinguer et sélectionner les divers projets à financer de manière efficiente (Stiglitz et Weiss, 1981). Ce type d'asymétrie d'information que nous pouvons le qualifier d'ex-ante, est une conséquence d'un phénomène d'anti-sélection (sélection adverse) sur le marché de crédit. Une deuxième catégorie d'asymétrie d'information apparaît pendant le déroulement du contrat de crédit, dans la mesure où, le bailleur de fonds n'aperçoit que les bénéfices réalisés par l'emprunteur et ne peut pas s'affermir de la direction de fonds octroyés de manière certaine. La firme emprunteuse peut investir dans un projet d'investissement plus risqué par rapport à celui présenté effectivement pour avoir un financement auprès du prêteur (risque de substitution d'actif). De plus, la firme emprunteuse marque la possibilité de refuser des projets d'investissement qui possèdent une valeur actuelle nette positive pour ne conserver que ceux qui permettent une attribution des free cash-flows [risque de sous-investissement (Myers, 1977)]. L'ensemble des problèmes associés à des asymétries d'information on going, sont qualifiés d'aléa moral (Galai et Masulis, 1976 ; Jensen et Meckling, 1976). La dernière catégorie est réservée à des asymétries d'information qui sont qualifiées d'ex-post. Le bailleur de fonds ne peut pas s'assurer de manière certaine du taux de rendement de l'investissement réalisé par la firme emprunteuse, dans la mesure où, cette dernière peut déclarer des bénéfices inférieurs à ceux réalisés effectivement, afin de réduire le montant de ses remboursements. Ces asymétries d'information ex-post sont à l'origine d'un phénomène d'opportunisme.

La théorie de l'intermédiation financière, a largement émergé dès les années 1980, grâce à la conscience du rôle crucial de l'information et la prise en compte des asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs. Cette conscience consiste à expliquer la raison d'être des intermédiaires financiers, et notamment le rôle des banques dans la structure d'endettement des firmes. Diamond (1984) propose un modèle selon lequel le contrat de crédit offert par une banque s'avère une solution pertinente et optimale aux problèmes informationnels associés aux phénomènes d'aléa moral et d'opportunisme qui s'établissent après la négociation du contrat de prêt (asymétrie d'information ex-post). Le prêteur doit mettre en place une procédure incitative pour détourner l'emprunteur d'enfreindre ses engagements dans un délai bien défini. Deux solutions sont concevables selon Diamond (1984). Accoupler le contrat de prêt d'une pénalité non pécuniaire dont souffrirait l'emprunteur en situation de défaut (perte de réputation, lourdeur administrative de la procédure de faillite, etc.). Cette solution s'impose lorsque les prêteurs ne peuvent pas contrôler la véracité de la réalisation du projet d'investissement s'étant engagé par l'emprunteur, à n'importe quel coût, par conséquent, l'emprunteur, dans ce cas, prend en charge le coût de la résolution du problème associé au phénomène d'aléa moral. Au contraire, s'il est plausible d'employer des coûts de contrôle d'une manière efficace, une deuxième solution est envisageable : déclencher nécessairement une procédure de contrôle (audit) pour superviser la situation de défaillance de l'emprunteur. Cette solution de contrôle consiste aux prêteurs de supporter les coûts associés au problème d'aléa moral, et il est donc à plus forte raison plus élevé qu'ils seront plus nombreux. Conséquemment, on peut considérer la pertinence d'un intermédiaire financier en tant que contrôleur « moniteur » délégué (*delegated monitoring*) par l'ensemble des prêteurs. La notion de délégation de la fonction de contrôle est devenue une idée très développée par les différents travaux antérieurs, dans la mesure où, elle entraîne nécessairement une économie de coûts de contrôle. Cependant, cette économie de coûts n'est pas elle-même à un coût négligeable, dans la mesure où, l'intermédiaire financier doit être aussi contrôlé. Ainsi, comment contrôler le moniteur ? Diamond (1984) pense que l'intermédiaire financier diversifie les fonds qui lui sont déposés dans un nombre élevé de projets d'investissement, puisqu'il accorde des prêts pour la réalisation d'un grand nombre de projets. De ce

fait, même si l'intermédiaire financier est amateur du risque, la diversification de fonds est indispensable puisqu'elle baisse la probabilité d'une circonstance de bas rendements qui engendreraient l'imperfection de l'intermédiaire financier en regard de ses confiants (déposants).

Fama (1985) essaye de répondre à une question qui demande de savoir les causes essentielles qui expliquent le recours des firmes au crédit bancaire par rapport à celui du marché boursier, sachant de ces dernières sont tenues à payer un taux d'intérêt plus élevé. En d'autres termes, cet auteur essaye de répondre à la question suivante : « Qu'y a-t-il de spécial chez les institutions bancaires ? ». Ce même auteur pense que le financement bancaire, appelé « financement interne » est octroyé auprès d'un prêteur (l'institution bancaire) sur la base d'un ensemble d'information privée (non publique) concernant l'emprunteur (l'entreprise). Les banques possèdent alors un avantage informationnel en contrôlant les fonds octroyés. Cette réponse mène Fama (1985) à une première conclusion qui stipule que les entreprises acceptent de payer un taux d'intérêt plus élevé pour détourner des coûts informationnels associés à l'émission d'une dette sur le marché boursier, appelée selon l'auteur « financement externe ».

D'autant plus intéressant encore, les informations privées possédées par les banques permettent de baisser les coûts informationnels que les autres prêteurs pourraient supporter. Mais, ces prêteurs peuvent carrément bénéficier des informations collectées et produites par les banques. De ce fait, une deuxième conclusion proposée par Fama (1985) stipule que les entreprises qui obtiennent un financement bancaire signalent leur richesse au marché. Ainsi, cet auteur considère que le financement bancaire est « spécial » pour certaines catégories d'emprunteurs. Par conséquent, le financement bancaire n'est pas un substitut parfait du financement du marché, dans la mesure où, il est une conséquence de production d'informations privées (non publiques) sur l'emprunteur. En conclusion, Fama (1985) montre que dans un marché incomplet et imparfait, les intermédiaires financiers, en particulier les banques, se présentent comme des réducteurs aux problèmes d'asymétrie d'informations.

Certains travaux ont essayé de valider l'idée de Fama (1985), concernant l'avantage informationnel des banques à travers l'examen de la réaction du marché boursier aux annonces de financement bancaire. Dans le cadre d'un marché financier inefficace, les acteurs du marché boursiers possèdent souvent d'une information incertaine et approximative sur la santé financière et le risque des entreprises. Au contraire, d'après la théorie de l'intermédiation financière, les banques disposent un avantage informationnel par rapport aux autres acteurs du marché, dans la mesure où, elles conservent des relations de clientèles avantagées avec les entreprises qu'elles accordent des emprunts. L'information privée collectée par la banque à travers une relation de clientèle avec l'entreprise sera utilisée au cours du temps dans le cadre de l'interaction avec la firme. Ainsi, lorsqu'une banque décide d'accorder ou de renouveler un emprunt à une entreprise, c'est une affirmation de la santé de la situation financière de cette dernière. De plus, cette décision favorable de financement bancaire est considérée comme un signal positif aux investisseurs boursiers de la qualité et la performance de la firme (Vilanova, 1999).

L'objectif de ce travail est d'examiner la réaction du marché boursier à l'annonce de divers types de dettes octroyées à des firmes emprunteuses. En d'autres termes, ce travail essaye d'étudier l'impact d'émission d'emprunts bancaires et d'emprunts obligataires non convertibles sur les cours des actions des entreprises émettrices. En effet, cette étude s'intéresse de relever les déterminants explicatifs de la réaction du marché à l'émission de certains types d'emprunts. Pour atteindre cet objectif, une étude d'évènement sera utilisée. Le choix de cette méthodologie permet de vérifier, sur une période donnée, l'impact de l'annonce d'endettement sur les cours des titres de la firme emprunteuse. Ce fait est étudié à travers une comparaison, sur cette période, des rendements des actions réellement observés, avec les rendements des actions qui peuvent être réalisés, dans le cas où, la firme n'a pas transmis, durant cette même période, cette annonce d'endettement.

La suite de cette recherche est organisée en cinq sections. La première section s'intéresse à présenter un panorama des travaux empiriques qui traite l'impact de l'annonce de financement sur les cours des actions des firmes emprunteuses. L'ensemble des travaux proposés sont réalisés aux Etats-Unis,

dans la mesure où, à notre connaissance aucune étude n'a été effectuée sur les firmes françaises cotées. La deuxième section s'intéresse à décrire la démarche retenue pour réaliser ce travail de recherche qui concerne uniquement les entreprises commerciales et industrielles cotées sur Euronext Paris et qui ont émis l'un des deux types de dettes sur la période allant de janvier 2001 jusqu'à fin décembre 2011. Mes résultats obtenus concernant la réaction du marché français à l'annonce de certains types de financement sont présentés dans la troisième section. Par la suite, cette étude est achevée par une analyse multi-variée des principaux éléments explicatifs des rendements anormaux des cours des actions alentour de la date de signal (annonce) émis. Les résultats de cette analyse multi-variée sont présentés dans la quatrième section. Enfin, la dernière section est réservée à la conclusion.

1- Panorama des travaux empiriques

Les travaux menés pour étudier l'impact de l'annonce d'un emprunt sur les cours des titres des entreprises emprunteuses sont présentés alternativement en fonction des spécificités associées au créancier, la dette et le débiteur.

1-1- *Réaction du marché boursier selon les spécificités du créancier*

Les premiers travaux qui ont montré un effet positif sur les cours des titres des firmes américaines suite à l'annonce d'un prêt bancaire sont les travaux de Mikkelson et Partch (1986) et James (1987). La différence entre ces deux travaux est que la première étude a montré un effet positif lors de la mise en œuvre de lignes de prêt avec une institution bancaire, mais la deuxième prouve une réponse positive des cours des actions suite à l'annonce des différents types de dettes. C'est pour cette raison que James (1987) est considéré le premier qui a mis en œuvre ce nouveau piste de recherche. En effet, à travers un échantillon composé de 360 firmes cotées sur la bourse NYSE, et en essayant d'examiner la réponse du marché suite à l'annonce de l'émission de différents types de dettes par une firme. Mikkelson et Partch (1986) aboutissent aux résultats suivants : une réponse statistiquement positive des cours de titres suite à la mise en place de ligne de crédits par les firmes, mais une réponse statistiquement négative à la fois suite à l'annonce des obligations convertibles et des émissions d'actions. Selon un échantillon composé de 207 annonces publiées au journal « Wall Street » sur la période allant de 1974 jusqu'à 1983. James (1987) essaye à travers le modèle de marché à estimer les rendements anormaux moyens pour une période de 2 jours afin de comparer la réaction du marché boursier suite à l'annonce des sources d'endettement suivantes, les prêts bancaires, les dettes du marché et les dettes des institutions financières non bancaires. Les résultats obtenus par cet auteur prouvent une réaction statistiquement significative et positive suite à l'annonce d'une émission d'un prêt bancaire, par contre, une réaction négative suite à l'annonce des autres types de dettes étudiés (dette du marché et celle des institutions non bancaires). Ce fait prouve alors que les acteurs du marché boursier valorisent les nouvelles transférées par les institutions bancaires, ce qui confirme l'idée de Fama (1985) qui stipule que le financement bancaire reflète l'aptitude de la firme à générer des bénéfices futures.

Les résultats de James (1987) ont suscité de nombreuses autres études d'évènements (pour une revue de la littérature voir Degryse et Ongena, 2008). A travers un échantillon composé de 143 premières émissions de dettes obligataires sur une période allant de 1971 jusqu'à 1994, Datta, Iskandar-Datta et Patel (2000) étudient la réaction du marché boursier à l'annonce d'une première émission d'un emprunt obligataire par les entreprises. Les résultats obtenus montrent une relation négative entre la rentabilité des cours des actions et l'annonce de la première émission d'emprunt obligataire. Par surcroît, Hadlock et James (2000) supposent que la réaction positive du marché à l'annonce d'un emprunt bancaire est plus intéressante pour les firmes qui possèdent dans leur passif un emprunt obligataire. Cette idée est prouvée empiriquement par Hadlock et James (2000), dans la mesure où, leurs résultats obtenus montrent qu'alentour de la date d'annonce d'un financement bancaire, deux jours de rentabilité anormale. Cette rentabilité anormale est plus élevée lorsque la firme possède dans son passif un emprunt obligataire et lorsque la probabilité ex-ante de se prêter auprès d'une institution bancaire est faible. Une étude plus récente est examinée sur le marché canadien par Baxter (2002) en utilisant un échantillon composé de 300 actions cotées sur Toronto Stock Exchange

pendant la période allant de 1996 jusqu'à 2001. Les résultats obtenus confirment ceux obtenus sur le marché boursier américain, dans la mesure où, ils montrent une relation positive entre la rentabilité des actions et l'annonce d'un emprunt bancaire, et une relation négative pour l'émission d'un emprunt obligataire.

Des travaux plus récents ont obtenu des résultats non conformes de ceux de James (1987). En effet, Billett, Flannery et Garfinkel (1995) essaient de vérifier l'idée qui stipule que les emprunts accordés par des créanciers de qualité plus élevée possèdent une probabilité plus forte d'être perçus comme des bonnes nouvelles par les acteurs du marché boursier que les emprunts accordés par des créanciers de qualité inférieurs. De ce fait, les auteurs distinguent les prêteurs selon leurs notations (rating) et étudient la relation entre la rentabilité journalière autour de la date d'annonce de l'emprunt et la qualité du créancier (la qualité des prêteurs est déterminée par la notation de crédit effectuée et publiée par Moody). D'une manière conforme à leur idée, les résultats obtenus par Billett, Flannery et Garfinkel (1995) montrent que l'annonce de financement obtenu par des créanciers de qualité plus élevée est liée à une rentabilité positive et statistiquement significative des cours des titres des firmes emprunteuses, par contre, l'annonce de financement accordé par des créanciers de qualité inférieure est liée à une rentabilité négative et statistiquement non significative des cours des titres. Ces mêmes résultats prouvent que la réaction du marché boursier aux emprunts accordés par des institutions financières non bancaires est positive et ne peut pas être statistiquement différenciée de celle associée aux emprunts bancaires. Ainsi, ces derniers résultats peuvent expliquer les résultats obtenus par James (2000), dans la mesure où, les institutions bancaires possèdent d'une manière générale de meilleures notations que les institutions financières non bancaires.

La qualité du prêteur et son effet sur les cours des titres des firmes emprunteuses est examinée par Solvin, Sushka et Polonchechek (1993) d'une autre manière, dans la mesure où, ils s'interrogent de l'impact de la faillite d'une banque sur les firmes emprunteuses clientes. En d'autres termes, ces auteurs essaient de savoir si la faillite d'une banque affecte ses entreprises emprunteuses clientes. De ce fait, lors de la faillite de « Continental Illinois Bank », Solvin, Sushka et Polonchechek (1993) examinent la réaction du marché boursier en regard des cours des actions des entreprises emprunteuses au moment de l'annonce de faillite de leur banque. Les prédictions de ces auteurs stipulent que dans le cas où les institutions bancaires se présentent comme des investisseurs transactionnels (passifs) et leurs emprunts ne peuvent être différenciés des prêts obligataires, ainsi quand il y a une faillite bancaire, les firmes emprunteuses s'adressent vers d'autres institutions bancaires pour trouver des financements alternatifs. Par contre, dans le cas où, les institutions bancaires entretiennent des relations étroites et de longue durée (investisseurs relationnels) avec les firmes emprunteuses, alors elles possèdent des informations non publiques (privées) sur leurs entreprises emprunteuses clientes et leur faillite reflète la détérioration de cet actif intangible, ce qui provoque des pertes pour les firmes emprunteuses clientes. Les résultats obtenus par Solvin, Sushka et Polonchechek (1993) montrent que les cours des actions des firmes emprunteuses de la Continental Illinois discernent des rentabilités anormales annuelles négatives et statistiquement significatives de (-4,2%) pendant le stade de faillite immédiate de la Continental Illinois. Ainsi, ces résultats confirment les prédictions de la théorie de l'intermédiation financière sur l'efficacité du financement relationnel des institutions bancaires.

Par surcroît, un emprunt bancaire peut être octroyé par plusieurs créanciers. Ce type de prêt est connu sous l'acronyme des emprunts syndiqués. Cette particularité est occupée par Preece et Mullineaux (1996) qui examinent la réaction du marché boursier à l'annonce d'un emprunt syndiqué vis-à-vis un emprunt non syndiqué (accordé par un seul prêteur). La prédiction de ces auteurs stipule que la dette bancaire syndiquée affecte les spécificités du prêt selon deux volets à savoir, la technique de contrôle procédée et l'aptitude de renégociation du prêt. Premièrement, quand une firme s'adresse à de nombreuses institutions bancaires afin de trouver un financement, ces dernières ont la possibilité de se comporter de deux façons : soit l'ensemble des banques qui contribuent au financement syndiqué exerce un monitoring de la firme emprunteuse, ce qui engendre une duplication des coûts, soit elles recourent aux informations privées disposées par les autres institutions bancaires à travers une observation de leurs décisions prises vis-à-vis la firme

emprunteuse. En ce qui concerne la première situation, lorsque le nombre des banques formant la syndication accroît, la qualité ainsi que le volume du contrôle exercé sur l'emprunteur augmente de la même façon. Pour la deuxième situation, les banques établissent leurs décisions en se basant sur des informations privées possédées par d'autres intermédiaires, et non pas sur leurs propres informations produites. Cette dernière situation est abordée par le problème de comportement de « passager clandestin » de Rajan (1992). Le deuxième volet qui concerne l'aptitude de renégociation des contrats de dettes, la présence d'une syndication bancaire complique la négociation lorsqu'une ou plusieurs clauses du contrat de prêt violeraient. Conséquemment, plus le nombre de créanciers est important, plus la renégociation du contrat de dette est coûteuse. De ce fait, le nombre des prêteurs formant une syndication devrait être négativement associé à la réaction du marché boursier vis-à-vis les cours des titres de la firme emprunteuse. Preece et Mullineaux (1996) essayent de tester l'ensemble de ces hypothèses à travers une étude d'évènement pour un échantillon composé de 102 annonces de prêts non syndiqués et 206 annonces de prêts syndiqués pendant une période allant de 1980 jusqu'à 1987 (7 ans). Les résultats obtenus montrent une réaction positive et statistiquement significative lorsque le prêt est accordé par un prêteur unique (une banque). Cette réaction positive baisse lorsque le nombre des banques contribuant à la dette syndiquée augmente. En d'autres termes, la réaction positive du marché est supérieure pour l'annonce d'un financement bancaire non syndiqué. Ces résultats mènent les auteurs à conclure que les emprunts syndiqués offrent une flexibilité de négociation moins élevée que les emprunts accordés par une seule banque.

Par ailleurs, un emprunt bancaire peut être accordé par une banque locale ou une banque étrangère. Ongena et Roscavan (2012) essayent d'étudier l'importance de l'origine géographique chez les investisseurs du marché boursier. A travers une méthodologie d'étude d'évènement, ces deux auteurs examinent la réaction du marché boursier lors de l'annonce d'un crédit octroyé par une banque locale vis-à-vis l'annonce d'un crédit accordé par une banque étrangère en recourant à un échantillon composé de 986 annonces d'emprunts bancaires accordés à des firmes américaines pendant la période allant de 1980 jusqu'à 2003. Les résultats obtenus par Ongena et Roscavan (2012) montrent que les investisseurs réagissent positivement aux annonces des emprunts accordés par des banques locales ou étrangères, cependant, ces mêmes investisseurs ne réagissent pas lorsque l'emprunt est octroyé par une banque située en dehors de l'état de siège de la firme emprunteuse. Ces mêmes résultats prouvent que la réaction du marché boursier est plus importante lorsque l'emprunt est accordé par une banque étrangère. Ainsi, Ongena et Roscavan (2012) concluent que les investisseurs du marché boursier apprécient les relations de financement avec les banques plus compétitives plutôt que les banques qui bénéficient d'un accès facile aux informations privées sur les firmes.

Fait intéressant que la plupart des travaux récents à l'instar de Fields, Fraser, Berry et Byers (2006) montrent que l'ampleur de la réaction du marché à l'annonce du financement bancaire a considérablement baissé au fil du temps. Certaines autres études expliquent ce fait à l'instar de Maskara et Mullineaux (2011) et Gonzales (2011) en montrant que le petit échantillon des annonces de financement bancaire n'est pas représentatif de la population entière des emprunts, ce qui ne produit pas des réactions anormales statistiquement positives.

1-2- Réaction du marché boursier selon les spécificités de la dette

Le stade de relation de financement s'avère l'une des spécificités d'un emprunt. A travers un échantillon composé de 728 annonces de prêts bancaires dont 357 sont renouvelés sur la période allant de 1976 jusqu'à 1986. Lummer et Mc Connel (1989) considèrent une hypothèse qui stipule que les premiers prêts bancaires sont accordés à des nouvelles firmes clientes, mais s'il s'agit d'un renouvellement, la relation de clientèle banque-entreprise est effectivement établie. Selon les deux auteurs, la valeur d'une effective relation banque-entreprise peut être mesurée par la différence entre les rendements anormaux des cours des actions des premiers prêts à ceux des prêts renouvelés. Les résultats obtenus montrent que l'annonce d'un renouvellement du prêt influe positivement les cours des actions des firmes, par contre, n'existe aucun effet lors de l'annonce du premier prêt bancaire. Les auteurs interprètent leurs résultats obtenus en considérant que lors du premier prêt, l'institution bancaire ne détient pas des informations privées sur la firme emprunteuse qui les distingue des autres prêteurs sur le marché financier. Par contre, la banque détient un avantage en termes des

informations privées est expliquée par la relation établie à travers le temps par la firme emprunteuse, mesurée par le renouvellement du crédit. La conclusion fournie par Lummer et Mc Connel (1989) confirme la stipulation de Fama (1985) qui stipule que les institutions bancaires collectent des informations privées sur les firmes en entretenant avec elles des relations intimes et longues à travers le temps. En effet, le prêteur peut suivre l'évolution des comptes de l'entreprise afin de savoir sa capacité à rembourser les premières échéances de l'emprunt. De plus, la production des informations privées est certainement moins coûteuse pour une ancienne firme emprunteuse cliente que pour une nouvelle firme cherchant un financement. Dans ce cas, lorsque la relation de crédit est établie, la banque est encouragée à produire des informations appropriées sur la firme emprunteuse. Néanmoins, l'ensemble des travaux qui ont essayé de confirmer et reproduire les résultats obtenus par Lummer et Mc Connel (1989), à l'instar de Solvin, Johnson et Gloscock (1992), Best et Zhang (1993), n'ont pas trouvé les mêmes résultats. Leurs travaux montrent une réaction significativement positive des cours des actions lors de l'annonce de renouvellement de prêt et également lors de l'annonce d'un accord initial de financement. En d'autres termes, ces derniers résultats ne prouvent pas une distinction entre les deux types de financement bancaire. La différence entre les résultats est expliquée par Billet et al (1995) par le fait que Lummer et Mc Connel (1989) ont classé l'ensemble des annonces de prêts en accords initiaux de financement sans indication de renouvellement de crédit. Aintabian et Roberts (2000) aboutissent à des résultats qui, montrent une réaction positive et statistiquement significative des investisseurs du marché boursier Canadien, cependant, cette réaction est plus élevée lorsqu'il s'agit d'un renouvellement de crédit.

Une autre spécificité liée à la dette est examinée par certains autres chercheurs est relative à la maturité de l'emprunt. En effet, l'importance de la maturité de la dette est expliquée par Flannery (1986) à travers un modèle à deux périodes. L'auteur considère deux types d'entreprises ayant deux projets à valeur actuelle nette (VAN) positive. Néanmoins, en se basant sur un ensemble d'informations privées, une entreprise s'avère plus risquée que l'autre. Les prêteurs, à la fin de la première période, connaissent les projets d'investissement qui seront réempruntés : l'entreprise qui possède le projet le moins risqué (bénéficie des informations privées avantageuses) a une probabilité plus élevée de refinancement que l'entreprise qui possède le projet d'investissement le plus risqué. A ce stade, l'ensemble des entreprises qui émettent un emprunt de court terme doivent nécessairement refinancer leurs projets d'investissement à un nouveau taux d'intérêt et subissent des coûts de transaction supplémentaires. Selon ce modèle, lorsque les coûts de transaction sont assez intenses, l'équilibre exige que les entreprises qui possèdent un projet moins risqué (informations privées avantageuses) émettent des emprunts à courte période à un prix faible et les renouvellent, tandis que les entreprises ayant des projets plus risqués empruntent à long terme à un prix plus haut. A l'équilibre, les prêteurs marquent la possibilité de déduire le type initial des informations privées des entreprises (favorable ou défavorable). Par conséquent, Flannery (1986) démontre que le choix d'une maturité d'emprunt par une entreprise peut établir une annonce sur les cash-flows espérés par les managers. Ainsi, les managers qui estiment que leur entreprise est sous-évaluée par les investisseurs du marché boursier peuvent signaler la valeur effective de leur entreprise en émettant des emprunts à courte période. La deuxième étape de l'étude de James (1987), sert à étudier l'effet des maturités de prêts bancaires sur la réaction du marché, afin de tester l'idée qui stipule que la réaction du marché est plus importante suite à l'annonce d'un prêt bancaire de court terme (Flannery, 1986). De ce fait, l'auteur répartit son échantillon en deux classes en fonction de durée d'échéance de l'emprunt octroyé (10 ans). Les résultats obtenus prouvent que les rendements anormaux des cours des actions des firmes sont plus élevés lors de l'annonce de l'émission d'un prêt bancaire de court terme. Ces mêmes résultats indiquent une différence non significative entre les rendements anormaux des deux classes de l'échantillon, de ce fait, l'auteur confirme que les institutions bancaires fournissent des services particuliers rattachés à leurs fonctions d'emprunt que les autres prêteurs ne les possèdent pas.

1-3- Réaction du marché boursier selon les spécificités du débiteur

Certains travaux empiriques prouvent que le facteur taille joue un rôle indispensable dans la réaction du marché boursier à divers types d'annonces d'endettement. Une hypothèse est avancée par Atiase

(1985) stipule que la production des informations privées est une fonction croissante de la taille de la firme, mesurée par sa capitalisation boursière. L'auteur explique cette relation croissante par le coût de recherche élevé des informations. Les résultats obtenus par Atiase (1985) montrent que la taille de l'entreprise est une fonction décroissante de la réaction du marché aux annonces de financement. En effet, selon l'auteur, les experts financiers s'intéressent généralement aux firmes de grande taille. Les informations, par conséquent, seront publiques et disponibles dans les bases de données spécifiques et dans certains nombre de travaux scientifiques. De ce fait, l'annonce d'un prêt bancaire accordé à une firme de grande taille n'apporte pas une grande valeur ajoutée aux acteurs du marché boursier, dans la mesure où, ces derniers possèdent pas mal d'information sur les grandes firmes. Par contre, des informations transmises au marché sur des firmes de petite taille correspondent à une bonne nouvelle pour les différents investisseurs, puisque le marché ne détient pas des informations assez suffisantes à ce type des firmes (PME). A travers un échantillon composé de 156 annonces de prêts bancaires pour des petites entreprises dont la capitalisation boursière est moins élevée que celle de la médiane du marché et de 117 annonces de prêts accordés à des grandes entreprises. Solvin, Johnson et Glascock (1992) essayent d'étudier la réaction du marché suite à l'annonce des prêts bancaires accordés à des firmes de différentes tailles. Les résultats obtenus par ces auteurs prouvent que la réponse du marché est plus importante pour l'annonce d'un prêt accordé à des petites firmes. Ces mêmes résultats sont confirmés par certains autres travaux qui montrent que la réponse du marché mesurée par les rendements anormaux positifs des cours des actions sont inversement associés à la taille de l'entreprise emprunteuse. (Wansley et al 1993 ; Aintabian et Roberts, 2000).

Berlin et Loeys (1988) prouvent que la recherche des informations privées et le contrôle exercée par une banque se rattachent du type de l'entreprise et de la crédibilité de l'indicateur associée à ce type d'entreprise. En d'autres termes, les auteurs pensent que la réaction du marché boursier à l'annonce du financement bancaire devrait différencier en fonction des indicateurs non bancaires du type de l'entreprise et en fonction de la crédibilité de ces indicateurs. Ainsi, selon Berlin et Loeys (1988), les investisseurs réagissent positivement et de manière significative que lorsqu'ils pensent que les banques sont examinées le contrôle et la production des informations privées sur la firme emprunteuse de manière sérieuse et approfondie. Ces prédictions théoriques ont été examinées empiriquement par Best et Zhang (1993). En effet, à travers un échantillon composé de 491 annonces dont 187 annonces correspondent à une nouvelle annotation (notation) par l'agence de rating et 304 annonces qui concernent à une rectification des annotations sur la période allant de 1977 jusqu'à 1989. Best et Zhang (1993) essayent de vérifier l'idée qui stipule que la réaction du marché suite aux annonces des prêts accordés par les institutions bancaires faut se différencier en tenant en compte l'ensemble des indicateurs non bancaires tels que les prévisions des experts, qui sont disponibles et publiques aux différents investisseurs sur le marché de capitaux. Les résultats obtenus prouvent que l'annonce des prêts accordés par les institutions bancaires transmet une intensité des informations plus élevée dans le cas où, la firme est affectée par des prévisions fausses de la part des experts, en d'autres termes, si la firme a fait l'objet d'une rectification d'annotation. Cette situation d'incertitude des investisseurs de marché boursier, rend l'annonce d'un emprunt bancaire est considéré comme un signal qui fournit des informations supplémentaires aux acteurs du marché boursier, les incitant à réagir. Dans le cas où, la firme est annotée par les agences de rating, l'annonce d'un emprunt bancaire n'exerce aucun impact sur le marché, dans la mesure où, ce dernier détient en avant des informations (publiques) qui permettent une connaissance sur les perspectives des investissements de la firme annotée. La deuxième partie de cette étude, mène les auteurs à classer les annonces qui correspondent à une rectification d'annotation en trois groupes. Un groupe contient les rectifications d'annotation désavantageuses, un deuxième contient les rectifications d'annotation mitigées (à tendance négative) et un dernier groupe correspond aux rectifications favorables. A partir de cette classification Best et Zhang (1993) essayent de comparer la réponse du marché pour les annonces de différents groupes considérés. L'idée étudiée stipule que les institutions bancaires transmettent moins d'information si la récente rectification d'annotation des bénéficiaires ultérieurs est négative ou stable, d'autre part, si les erreurs de prévisions des experts sont importantes. Les résultats obtenus prouvent que les institutions bancaires recourent à certaines sources d'informations publiques (les agences de rating) afin de décider leurs incitations qui correspondent à leurs niveaux d'effort fournis, en termes

d'évaluation et de contrôle des firmes. En effet, lorsque, les annotations effectuées par les agences de rating et les indicateurs disponibles sur les différentes sources des informations indiquent une augmentation de la rentabilité future, les institutions bancaires seront moins incitées à fournir des efforts d'évaluation et de surveillance. Par contre, si la banque trouve une situation inverse, elle doit évaluer de façon sérieuse la situation de firme emprunteuse. Ainsi, ces différents résultats sont similaires à ceux qui prouvent que l'annonce d'un prêt accordé par une institution bancaire pour le compte d'une firme annotée de manière convenable est associée à une réponse du marché faible (Preece et Mullinaux, 1996).

2- Description de l'échantillon et présentation de la méthodologie

Cette étude s'intéresse à l'ensemble des annonces divulguées au public de l'obtention de prêts bancaires et de tous les prêts obligataires non convertibles émis par les grandes firmes françaises cotées sur Euronext Paris, sur la période allant de janvier 2001 jusqu'à fin décembre 2011 (11 ans).

2-1- *Présentation de l'échantillon et les statistiques descriptives*

Les données nécessaires à la réalisation de cette présente étude concernent quatre types d'informations : les annonces relatives aux émissions d'emprunts obligataires, les annonces relatives aux emprunts bancaires, les cours boursiers des firmes emprunteuses et certaines variables comptables relatives à ces firmes. Les cours boursiers des firmes sont obtenus de la base Euronext, les variables comptables sont extraites des rapports annuels des firmes. Les annonces de prêts bancaires ont été collectées à travers le recours aux rubriques Medias de tous les sites officiels des firmes emprunteuses. L'échantillon de financement bancaire constitué est composé de 79 annonces. Les annonces d'émissions d'emprunts obligataires simples émis à partir de 2002 ont été collectées des publications réalisées par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Pour l'année 2001, l'ensemble des annonces obligataires ont été recueillies des rapports publiés par la Commission des opérations de bourse (COB). Ce présent travail considère que les obligations simples, dans la mesure où, les obligations convertibles ne correspondent pas uniquement à des titres de créance. En effet, les obligations convertibles peuvent être transformées en actions, alors elles seront considérées simultanément un titre de créance et aussi un titre de propriété. L'échantillon de financement obligataire est composé de 104 annonces.

Le tableau 1 fourni les statistiques descriptives relatives aux annonces effectuées par les deux modes d'endettement examinés au niveau de cette étude.

Tableau 1: Statistiques descriptives des deux échantillons considérés

	Emprunts bancaires (N=79)	Emissions obligataires (N=104)
	<i>Moyenne - Ecart type (Intervalle)</i>	<i>Moyenne - Ecart type (Intervalle)</i>
Montant de l'emprunt	2541-3238 (17000;1)	925-1115 (8800;5)
Maturité de l'emprunt	4,9-1,4 (12;2)	6,5-2,3 (15;2)
Taille de l'Entreprise	34112-34088 (138676;265)	34413-30608 (142663;38)
Nombre des firmes considéré	40	42

Le tableau au dessus confronte les deux échantillons en termes du montant de l'emprunt qui est libellé en millions d'euros, la maturité de l'emprunt qui correspond au nombre des années jusqu'à l'échéance de la dette. Enfin, la taille de la firme qui est mesurée par la valeur du marché de l'entreprise calculée par la valeur comptable des dettes totales de l'entreprise à la date de clôture de l'exercice comptable qui devance aussitôt la date de l'annonce de la dette soustrayant les actifs liquides de la firme additionné par la capitalisation boursière à la date de l'annonce². Ainsi, ce

² Ces données sont collectées manuellement à partir des rapports annuels des firmes effectuant les annonces considérés au niveau de cette étude

tableau montre que la maturité moyenne de l'emprunt est plus longue au niveau de l'échantillon des émissions obligataires. La taille moyenne des firmes semblent similaires pour les deux échantillons (34112 M€) pour les entreprises qui recourent au financement bancaire et (34413 M€) pour celles qui s'adressent aux émissions obligataires. De plus, selon ce même tableau, nous remarquons que les 79 annonces d'emprunts bancaires ont été procédées par 40 firmes et les 104 annonces des émissions obligataires ont été effectuées par 42 entreprises. Ainsi, nous affirmons que plusieurs firmes ont divulgué certaines annonces durant la période de notre étude (2001-2011).

Le tableau 2, indique sur les indices de cotations où découlent les firmes qui ont divulgué les deux échantillons d'annonce de dettes. Selon ce tableau, nous constatons que particulièrement, les firmes de taille plus importante qui découlent des capitalisations les plus grandes³, divulguent des informations sur le marché concernant leurs sources de dettes choisies⁴. Ces résultats confirment bien l'hypothèse qui stipule que la production des informations est une fonction linéaire et croissante de la capitalisation boursière des firmes (Atiase, 1985)

Tableau 2: Répartition des firmes selon Indices

	Financements bancaires	Emissions obligataires
CAC 40	21	24
CAC Next 20	4	4
CAC Mid 100	13	9
CAC Small	2	5
Total	40	42

Le tableau 3, répartit les firmes selon leurs sources d'endettement favorisées. Les résultats obtenus prouvent que 28 firmes de grandes tailles adoptent une stratégie de mix financement⁵ de dettes bancaires et celles obligataires sur la période allant du janvier 2001 jusqu'à fin décembre 2011. De plus, nous constatons que les firmes les plus petites de notre échantillon ne recourent pas à un mix-endettement et s'adressent davantage aux émissions obligataires.

Tableau 3: Répartition des firmes selon leurs modes de financement choisi

<i>Firme recours à</i>	<i>CAC 40</i>	<i>CAC Next 20</i>	<i>CAC Mid 100</i>	<i>CAC Small</i>	<i>Total</i>
<i>Mix financement</i>	18	4	6	0	28
<i>financement obligataire</i>	5	0	3	5	13
<i>financement bancaire</i>	2	0	7	2	11

Les rendements des cours des actions des firmes observés sont estimés à travers les cours des actions corrigés des différentes opérations sur les actions et les distributions de dividendes. La correction des opérations correspond à une intégration de réserves et diminution du nominal. De plus, dans la mesure où, les rendements des actions peuvent être estimés à travers une capitalisation en temps continu ou en temps discret. Nous recourons au niveau de notre investigation à la capitalisation en temps continu⁶.

³ A savoir, CAC 40, CAC Next 20 et CAC MID 100. Ces capitalisations représentent les 160 plus importantes firmes en termes de tailles

⁴ (37/42) firmes pour les émissions obligataires et (38/40) firmes pour le financement bancaire

⁵ Ces firmes sont : Accor, Lafarge, France Telecom, Alcatel Lucent, Michelin, Air Liquide, Carrefour, PPR, Arcelor-Mittal, Vivendi, Alstom, Schneider, Pernaut-Ricard, Sain Gobain, Sanofi Aventis, Peugeot, Safran, Vallourec, Casino Gp, Lagardère, Klepière, Air France-KLM, Rhodia, Faurecia, Ciments français, Arkema, Bolloré, S.E.B.

⁶ Ce choix revient aux travaux effectués par Brown et Warner (1985). En effet, à travers une comparaison de deux méthodes, ces deux derniers auteurs aboutissent relativement aux mêmes résultats, cependant, ils prouvent que les cotations en temps continu détiennent une tendance à être normalement distribuées. Ces mêmes résultats obtenus

Formellement, le rendement de l'action est calculé comme suit :

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t} + D_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1}) \quad (1)$$

$[R_{i,t}]$: indique le rendement de l'action i à la date t ;

$[P_{i,t}; P_{i,t-1}]$: désignent respectivement les cours boursiers de l'action i aux dates (t) et $(t-1)$; $[D_{i,t}]$: définit la dividende distribuée de l'action i à la date t .

2-2- Méthodologie adoptée : les études d'évènements

Ce travail sert à examiner la réaction des investisseurs du marché boursier français aux diverses annonces de financement réalisées par les firmes à travers l'examen des rentabilités anormales des cours des actions grâce à une étude d'évènements. La démarche à suivre consiste à définir au préalable la date de l'annonce (J) et la période de l'étude. La date de l'annonce considérée est la date du premier communiqué de presse pour les emprunts bancaires et la date de la publication au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO) pour les émissions de prêts obligataires. Trois périodes d'études sont fixées : une première fenêtre d'évènement, notée (F_1), correspond à une durée de 41 jours divisées en 20 jours avant la date d'annonce considérée et 20 jours après cette date. Cette période assez longue sert à examiner les prévisions et les corrections éventuelles du marché. Une deuxième fenêtre d'évènement, notée (F_2), couvre une amplitude convenablement courte (15 jours) divisée 7 jours avant et 7 jours après la date d'annonce $[-7; +7]$, permet d'étudier de manière plus précise l'effet de l'évènement considéré. Enfin, une fenêtre d'estimation, notée (F_3), couvre 140 jours précédant le premier borne de la première fenêtre d'évènement (160 jours avant la date d'annonce retenue).

L'impact de l'annonce de l'évènement considéré (emprunts bancaires ou emprunts obligataires) sur les cours des actions des firmes est mesuré par la différence entre le rendement effectif observé et le rendement de l'action si l'évènement n'est pas signalé, qui est connue généralement comme une norme. Cette technique est fournie réellement par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969).

Formellement, les rendements anormaux des cours des actions sont calculés de la manière suivante :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - RE_{i,t} \quad (2)$$

Avec ; $AR_{i,t}$: désigne le rendement anormal de l'action i à la date t

$R_{i,t}$: désigne le rendement constaté de l'action i à la date t

$RE_{i,t}$: désigne la norme du rendement de l'action i à la date t

Certaines méthodes sont développées par la littérature financière qui permettent d'estimer les rendements prévus des actions si l'évènement n'est pas annoncée, noté ($RE_{i,t}$). Ces techniques, telles que, le modèle du marché, modèle ajusté au rendement du marché, modèle ajusté au rendement moyen de l'action, portefeuille réplique, modèle d'équilibre d'actifs financiers, modèle du Downside risk, etc, ont mené certains auteurs à essayer de savoir la meilleure technique utilisée. De nombreuses travaux à l'instar de Collins et Dent (1984) ; Brown et Warner (1985) et Malatesta (1986), ont essayé de comparer les divers modèles d'estimation en adoptant une méthode par simulation, qui correspond à une approche qui consiste à simuler des chocs à différentes dates de manière aléatoire et à identifier la méthode qui arrive au mieux de refuser l'hypothèse nulle des investigations sur les rendements anormaux. L'ensemble des travaux aboutissent à des résultats similaires qui prouvent que la sensibilité aux différentes méthodologies empruntées dans les études des évènements est faible, en particulier, sur une période courte (certains jours). Ces mêmes résultats démontrent que les modèles simples demeurent adéquats dans les déterminations des rendements des actions théoriques. Par contre, lors des études effectuées sur une période assez longue (quelques mois), Fama (1998) montre que les résultats des études d'évènements sont sensibles aux méthodologies empruntées, puisque, à

prouvent que les capitalisations en temps continu s'avèrent plus convenables aux prétentions habituelles des méthodes statistiques.

long terme, les erreurs suscités par les modèles contestables utilisés augmentent de façon plus rapide que la volatilité des rendements des actions. Ainsi, selon l'auteur, les chercheurs doivent recourir aux modèles factoriels, en particulier, le modèle de Fama et French (1996), afin de déceler les irrégularités des rendements à longue période.

De ce fait, nous recourons au modèle du marché pour calculer les rendements normaux des actions des firmes si l'évènement n'est pas annoncé, dans la mesure où, nous utilisons des données journalières et à une période courte. En effet, le modèle de marché, proposé par W. Sharpe (1963) vient résoudre le problème de détermination de la frontière efficiente de Markowitz (1952). Ainsi, nous adoptons la première version de ce modèle, connue sous l'acronyme du « modèle diagonal », qui permet d'établir une relation linéaire simple entre le rendement d'une action i sur une période donnée et le rendement du marché durant cette même période. Ce même modèle est relativement changé par certains autres chercheurs à l'instar de Linter (1965) et Fama (1971).

Formellement, le rendement normal est estimé comme suit :

$$RE_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$[RE_{i,t}]$: désigne le rendement de l'action i pour la période t ;

$[R_{m,t}]$: indique le rendement du marché pour la période t rapproché par l'indice CAC 40

$[\alpha_i$ et $\beta_i]$: sont les coefficients du modèle supposés constants à travers le temps, où, « β_i » représente le risque associé à l'actif i . Ces coefficients sont estimés à travers la méthode des moindres carrés ordinaires.

$[\varepsilon_{i,t}]$: désigne le terme d'erreur qui exprime les variations de l'action i indépendamment de celles du marché.

La technique de la régression en série temporelle (en écart-type) est utilisée pour mesurer la significativité des rendements anormaux constatés des cours des actions des firmes emprunteuses. Elle consiste à effectuer un test statistique à travers l'utilisation, durant la fenêtre d'estimation (F_3), des rendements anormaux moyens observés en prenant en considération les covariances entre les rendements anormaux des actions. Cette régression consiste, tout d'abord, à estimer pour chaque action observée, le rendement anormal moyen pour chaque date t de la fenêtre d'estimation.

Formellement, cette régression se présente de la manière suivante :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N} \quad (4)$$

$[AAR_t]$: désigne le rendement anormal moyen à la date t de la fenêtre d'évènement ;

$[N]$: indique le nombre des actions des firmes constituant l'échantillon retenu.

L'hypothèse nulle, s'explique par l'absence des rendements anormaux moyens à l'annonce de l'évènement. Tester cette hypothèse nulle, consiste à effectuer certaines statistiques des rendements anormaux moyens pour examiner la significativité de l'ensemble des résultats obtenus. De ce fait, deux tests sont effectués : un test paramétrique à travers le T de Student, et un autre non paramétrique procédé par le test du signe.

Formellement, le test paramétrique effectué à une date t de la fenêtre d'évènement peut être défini

comme suit : $\frac{AAR_t}{\delta(AAR)} \rightarrow T(F_3 - 2)$ avec $V[AAR] = \frac{\sum_{t=160}^{21} (AAR_t - \overline{AAR})}{F_3 - 2}$ (5)

En considérant l'hypothèse qui stipule que la distribution des rendements anormaux par rapport à la médiane est symétrique. Le test non paramétrique permet de tester l'importance des rendements anormaux positifs vis-à-vis ceux négatifs.

Formellement, ce test se définit de la manière suivante :

$$TNP = \frac{R^+ - \frac{(R^+ + R^-)}{2}}{\left(\frac{R^+ + R^-}{4}\right)^{\frac{1}{2}}} \rightarrow N(0,1) \quad (6)$$

[TNP]: indique le test non paramétrique ou le test de signe ;

[R⁺] : représente le nombre des rendements anormaux positifs ;

[R⁻] : désigne le nombre des rendements anormaux négatifs.

La deuxième étape consiste à cumuler les rendements anormaux moyens de notre échantillon, durant la fenêtre d'évènement considérée. Cette estimation permet de consulter l'effet à travers le temps.. Ce cumul des rendements anormaux moyens est très indispensable lorsque l'imprécision de la date d'annonce est assez élevée.

Formellement, ce cumul se calcule de la façon suivante :

$$CAAR_{(F_1, F_2)} = \sum_{t=F_1}^{F_2} AAR_t \quad (7)$$

[CAAR_(F₁, F₂)] : désigne le cumul des rendements anormaux moyens durant les bornes de la fenêtre d'évènement « *Cumulative Average Abnormal Return* ».

La significativité des rendements anormaux moyens cumulés est étudiée par la statistique de T de Student. Formellement, ce test se présente de la manière suivante :

$$\frac{CAAR_{(F_1, F_2)}}{\sqrt{V[CAAR_{(F_1, F_2)}]}} \rightarrow T(F_i - 2) \quad (8)$$

3- Présentation des résultats obtenus relatifs à l'étude d'évènements

Les rendements anormaux moyens (AAR) et les rendements anormaux moyens cumulés (CAAR) fournissent des objectifs d'étude différents. A un éloignement prédéfini de la date d'annonce, les AAR tentent d'examiner pour un jour donné, l'impact de l'évènement considéré. Les CAAR tentent d'analyser l'effet global de l'évènement jusqu'à la fin de la fenêtre d'évènement choisie.

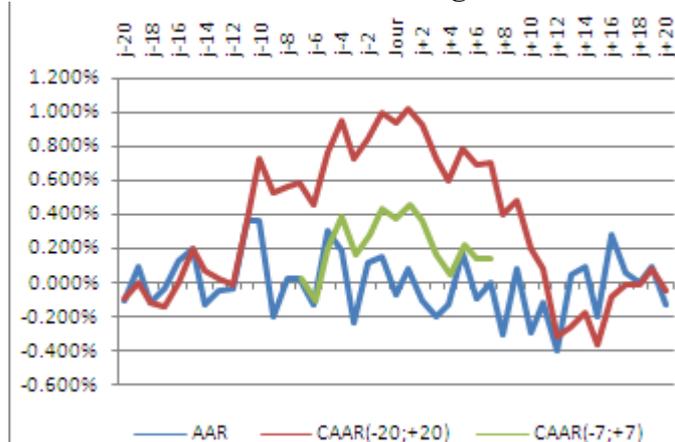
Les résultats obtenus sont présentés de deux manières. La première forme comporte les graphiques qui décrivent la tendance des rendements anormaux moyens « notés AAR » ainsi que les rendements anormaux moyens cumulés « notés CAAR » sur les deux périodes d'évènement considérés dans cette étude. La deuxième forme présente les différents tableaux⁷ qui indiquent les significativités des « AAR » et « CAAR » estimés à travers le test de Student (le test paramétrique) et le test de signe (le test non paramétrique) réalisés aux (AAR) sur les deux fenêtres d'évènement retenues.

3-1- Réaction du marché boursier : Impact du type de prêt

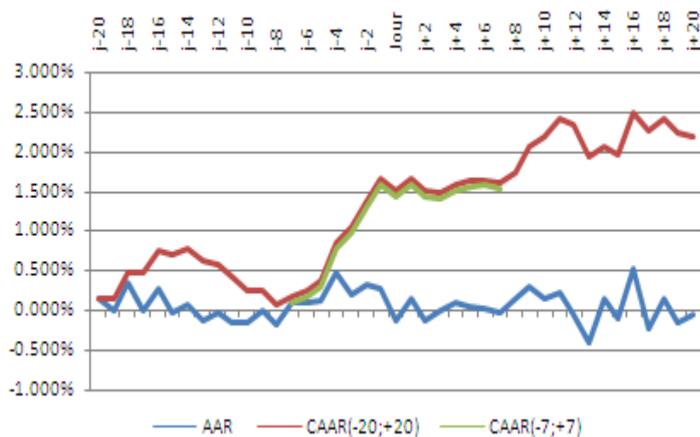
Les graphiques ci-dessous retracent l'évolution des rendements anormaux des cours des actions des firmes suite aux annonces d'émissions obligataires et celles d'emprunts bancaires. Les rendements anormaux cumulés des actions atteignent leurs pointes à la date d'annonce de dette obligataire, cependant, ils n'éprouvent aucune tendance spécifique. Par contre, ces rendements s'avèrent réagir en changeant leurs attitudes à l'accroissement 6 jours avant la date d'annonce d'endettement bancaire.

⁷ L'ensemble des tableaux de significativité sont présentés en annexes de ce papier.

Annonces des émissions obligataires



Annonces de financement bancaires



Les tableaux de significativités relatifs à ces rendements sont présentés à l'annexe de ce papier. Les résultats obtenus prouvent que les AAR des dettes obligataires sont statistiquement positifs et significatifs au seuil de (5%) 10 et 11 jours avant la date d'annonce et statistiquement négatifs 12 jours après la date d'annonce. Les CAAR ne sont pas significatifs sur les deux fenêtres d'évènement considérées. Ainsi, ces résultats prouvent en conformité avec les résultats des travaux empiriques précédents, que le marché français réagit de manière non significative, voire négative aux annonces des émissions obligataires (Eckbo, 1986 ; Aintabian et Roberts, 2000, Datta et al, 2000, etc.). Ces mêmes résultats montrent que le comportement et la réaction des investisseurs sur le marché français confirment l'hypothèse qui stipule que les firmes peu performantes s'adressent aux émissions obligataires pour dérober du contrôle des institutions bancaires et financières et alors subsister décontractés et indépendant dans leurs choix.

Les résultats des annonces d'emprunts bancaires, au contraire, prouvent que les rendements anormaux moyens sont positifs et statistiquement significatifs au seuil de (5 %) dévisagés 4 jours auparavant et 16 jours après la date d'annonce. Ces AAR sont respectivement (0,477%) pour le quatrième jour avant l'annonce et (0,526%) pour le seizième jour après le jour d'annonce de l'évènement. Le test du signe n'indique aucune réponse défavorable et négative des AAR pour les deux fenêtres d'évènement (F_1 et F_2).

De plus, l'évolution des rendements anormaux moyens cumulés (CAAR) indique un effet positif qui commence 8 jours avant la date d'annonce et augmente rapidement jusqu'à un jour après la date d'annonce. Du deuxième au septième jour après la date d'annonce, les CAAR se stabilisent et réagissent encore une fois 8 jours après la date d'annonce, ce qui évoquait une marge indispensable de temps pour l'ajustement et la correction. La réponse des cours boursiers avant la date d'annonce laisse à entrevoir d'une fuite possible des informations.

D'une manière générale, les rendements anormaux moyens cumulés montrent que les investisseurs sur le marché français réagissent favorablement aux annonces de financement bancaire, mais de manière non significative. Malgré que ces résultats ne reconsidèrent pas l'effet d'annonce de financement bancaire, leur intensité et surtout leurs significativités sont incontestablement en dessous des résultats obtenus par les premiers travaux examinant ce sujet de recherche à l'instar de James (1987) et Lummer et Mc Connel (1989).

La différence entre les travaux empiriques précédents et les résultats obtenus dans le cadre de ce travail peut être expliqué par deux raisons principales. Les travaux antérieurs examinent cette piste de recherche à travers des données relativement anciennes (les années 1980 et 1990). Cependant, un travail relativement récent prouve que les rendements anormaux des cours des actions associés à l'annonce du financement bancaire ont baissé à travers le temps et elles sont devenues statistiquement non significatives pendant la période allant de 1996 jusqu'à 2000 (Berry, Byers et Fraser, 2002). Ce fait est expliqué par Allen et Santomero (2001) grâce aux mesures réglementaires et aux développements technologiques qui ont baissé les asymétries d'information, ce qui a engendré une certaine transparence des marchés financiers. Ainsi, il s'avère que l'avantage informationnel des

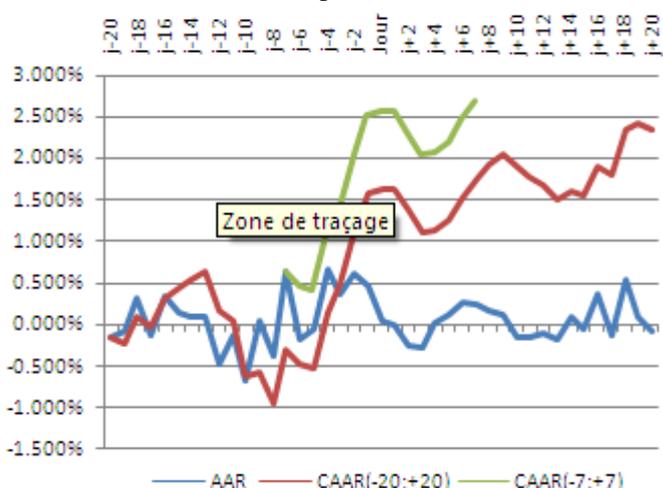
banques dans la production des informations privées et le contrôle des entreprises emprunteuses a baissé à travers le temps grâce au développement des marchés financiers. Une deuxième raison de la faiblesse de la réaction des acteurs du marché boursier français aux annonces de prêts bancaires peut découler d'une distinction des annonces en fonction des spécificités liées à la dette et le débiteur.

3-2- Réaction du marché boursier : Impact de la phase de la relation avec prêteur

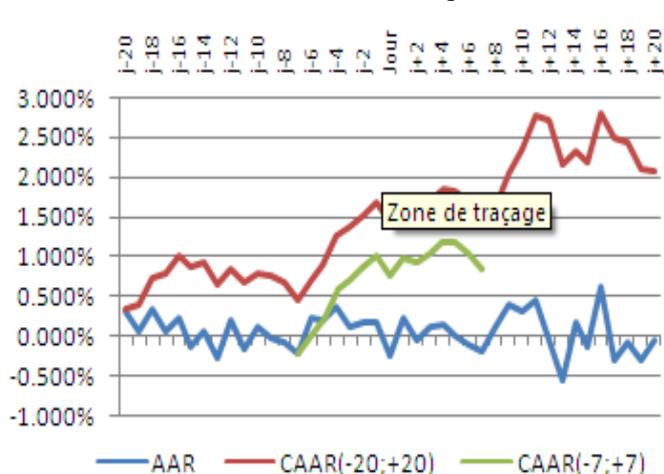
Cette investigation essaye de tester l'hypothèse qui stipule que le marché réagit favorablement aux annonces de renouvellement d'emprunts bancaires (Lummer et Mc Connel, 1989). Afin d'examiner cette hypothèse, l'échantillon du financement bancaire est scindé en deux sous échantillons, suivant que le prêt correspond à un nouveau emprunt (29 annonces) ou concorde à un emprunt renouvelé (50 annonces).

Les CAAR relatifs à l'accord initial de financement bancaire sont positifs du quatrième jour avant la date d'annonce jusqu'à la fin de la fenêtre (F_1) et strictement positif sur (F_2). Ces CAAR sont continuellement progressive du (J-5) à la date d'annonce, mais de manière non significative sur aucun des deux périodes d'évènements considérées⁸. Les CAAR liés aux annonces renouvellement du financement bancaire sont positifs sur les deux fenêtres d'évènements (exception au J-7 du F_2) mais aussi de manière non significative.

Annonces de nouveaux emprunts bancaires



Annonces de renouvellement des emprunts bancaires



Les résultats obtenus montrent alors, une réaction positive, sensiblement similaire, et statistiquement non significative pour les deux situations.

Ainsi, ces résultats rejettent les résultats de Lummer et Mc Connel (1989) qui prouvent une réponse favorablement positive et statistiquement significative au renouvellement d'emprunts bancaires et une réponse statistiquement non significative des accords initiaux de dettes et confirment ceux obtenus par Fields et al (2006).

3-3- Réaction du marché boursier : Impact de maturité du prêt bancaire

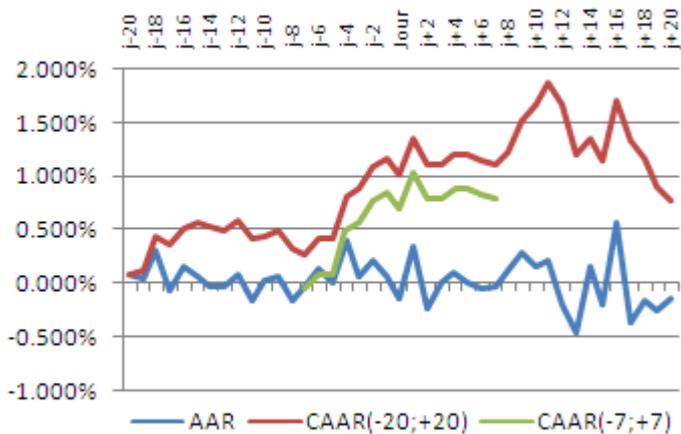
L'échantillon d'emprunts auprès des institutions bancaires est scindé en deux sous échantillons pour tester l'hypothèse qui stipule que les investisseurs sur le marché boursier réagissent favorablement aux annonces de financement bancaire de maturité plus petite.

L'ensemble des emprunts considérés au niveau de cette étude, possède une maturité médiane égale à 5 ans. Les deux sous échantillons, alors, sont transformés selon que la maturité de l'emprunt est inférieure ou égale à 5 ans (69 annonces) et de maturité strictement supérieure à 5 ans (10 annonces).

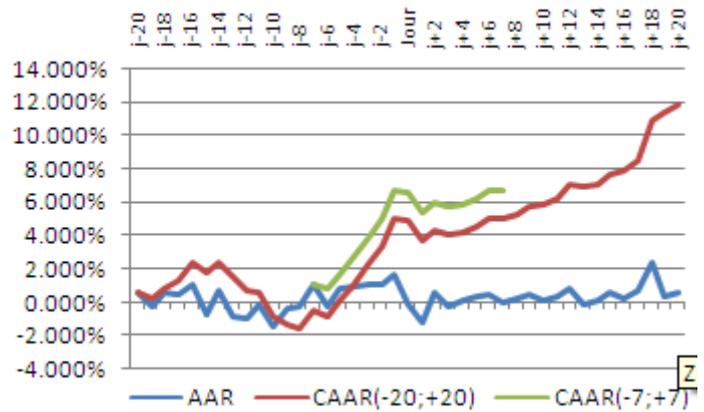
Les graphiques ci-dessous retracent respectivement l'évolution des rendements anormaux des dettes bancaires inférieures ou égales à 5 ans et ceux supérieures strictement à 5 ans.

⁸ Les tableaux de significativités relatifs à ces deux situations sont présentés à l'annexe 5 de ce chapitre.

Annonces des emprunts bancaires à maturité \leq à 5 ans



Annonces des emprunts bancaires à maturité $>$ à 5 ans



Ces graphiques montrent que les CAAR du financement bancaire plus petit sont globalement positifs sur les deux fenêtres d'évènements considérées (F_1 et F_2), une exception pour ($J-7$) du CAAR de la période (F_2). Pour le sous échantillon de dettes bancaires de maturité plus élevée ($>$ à 5 ans), les CAAR sont positifs du ($J-5$) jusqu'à la fin de la fenêtre $[-20 ; 20]$ et sont positifs sur toute la fenêtre $[-7 ; 7]$.

Cependant, les tableaux de significativités prouvent que les rendements anormaux sont positifs et statistiquement positifs que pour le dix-neuvième et le vingtième jour après la date d'annonce de l'échantillon de dettes bancaires de maturité plus élevée, alors que celles de maturité plus petite ne sont pas significatives.

Ainsi, les résultats obtenus dans leur ensemble, montrent que les cours boursiers réagissent positivement pour les deux situations, alors que les rendements anormaux des emprunts de maturité plus grande sont supérieurs à ceux d'échéance plus petite. Ces résultats rejettent alors ceux obtenus par les premiers travaux examinant ce sujet (Flannery, 1986 ; James, 1987, etc.).

3-4- Réaction du marché boursier : Impact de prêt syndiqué

Preece et Mullineaux (1996) montrent que les investisseurs sur le marché américain réagissent positivement et significativement supérieure à l'annonce de prêt obtenu d'une seule institution bancaire (prêt non syndiqué). Pour tester cette hypothèse sur le marché français, deux sous échantillons sont constitués. Un premier sous échantillon est composé des emprunts bancaires non syndiqués (25 annonces) et un deuxième sous échantillon est constitué de prêts syndiqués (54 annonces).

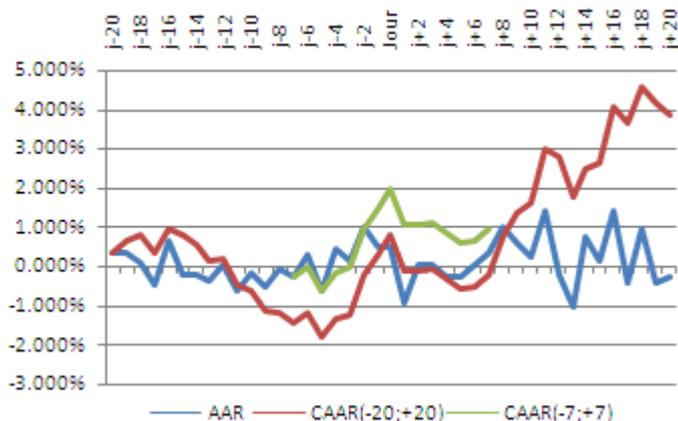
Les figures ci dessous montrent que les CAAR relatifs aux emprunts non syndiqués sont positifs et régulièrement croissant de ($J+8$) jusqu'à la fin de la fenêtre (F_1) et positifs du ($J-2$) jusqu'à la fin de la fenêtre (F_2). Cependant, les CAAR correspondants aux emprunts syndiqués sont positifs sur les deux fenêtres d'évènements considérées [une exception observée au ($J-19$) de la période F_1]. Ces résultats montrent encore une fois, une fuite des informations soutenue par une réaction avant la date d'annonce.

Les tableaux de significativités reconfirment ces résultats. Les AAR correspondants aux financements non syndiqués sont positifs statistiquement significatifs au $J-2$ (0,989%) ; $J+8$ (0,983%) ; $J+11$ (1,394%) et $J+16$ (1,399%). Cependant, les CAAR relatifs à ce même type de financement sont statistiquement non significatifs sur les deux intervalles considérés (F_1 et F_2). Par contre, les AAR correspondants aux financements non syndiqués sont positifs et statistiquement significatifs au $J-5$ (0,45%) ; $J-4$ (0,49%) et $J+1$ (0,62%).

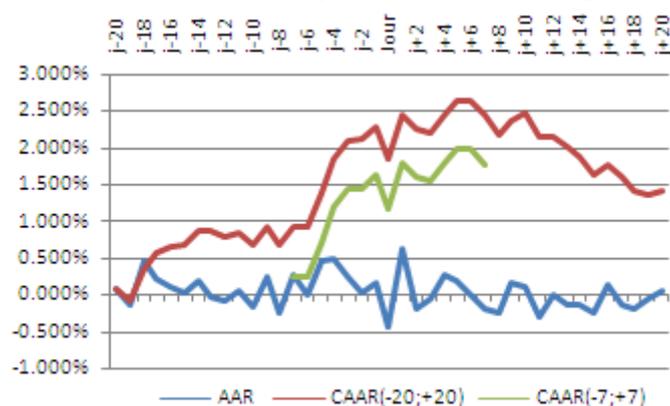
De plus, les CAAR relatifs à ce type d'endettement (prêts syndiqués) sont positifs et statistiquement significatifs aux différentes dates ($J+1$; $J+4$; $J+5$; $J+6$ et $J+7$) de la fenêtre d'évènement $[-7 ; 7]$. En effet, les résultats obtenus montrent que les rendements anormaux cumulés associés aux prêts non syndiqués sont positifs de ($J-20$ jusqu'à $J-12$) puis s'inversent et devenir négatifs du ($J-11$ au $J+7$) et

reviennent enfin positifs de (J+8) jusqu'à la fin de la période d'étude. Ce fait prouve que les cours boursier réagissent négativement alentour de la date d'annonce du prêt non syndiqué, mais de manière non significative. Les CAAR associés aux prêts syndiqués sont strictement positifs sur (F2) et statistiquement significatifs sur certains jours de cette période d'évènement, ce qui prouve une réaction statistiquement positive des annonces de dettes syndiquées. Ainsi, ces résultats ne confirment pas ceux obtenus par Preece et Mullineaux (1996), dans la mesure où, les résultats obtenus font ressortir un effet positif et significatif des prêts syndiqués sur les cours boursiers des firmes emprunteuses.

Annonces des emprunts bancaires non syndiqués



Annonces des emprunts bancaires syndiqués



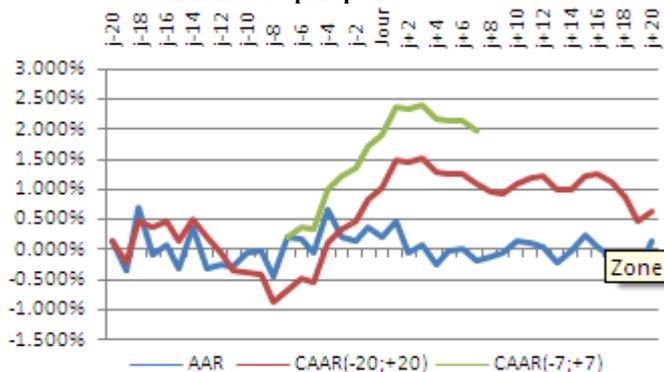
3-5- Réaction du marché boursier : Impact de la taille de la firme

Afin d'éviter une éventuelle corrélation entre les cours boursiers des firmes et leurs capitalisations boursières, nous recourons au chiffre d'affaire réalisé par la firme comme un indicateur de sa taille. En effet, pour tester l'hypothèse de Solvin, Johnson et Glascock (1992) qui stipule une réaction positive et statistiquement significative des cours boursiers aux annonces de dettes réalisées par les firmes de petite taille. L'échantillon du financement bancaire est partagé en deux sous échantillon selon que la firme possède un chiffre d'affaire inférieur à la médiane de l'échantillon (40 annonces) ou un chiffre d'affaire supérieur (39 annonces)

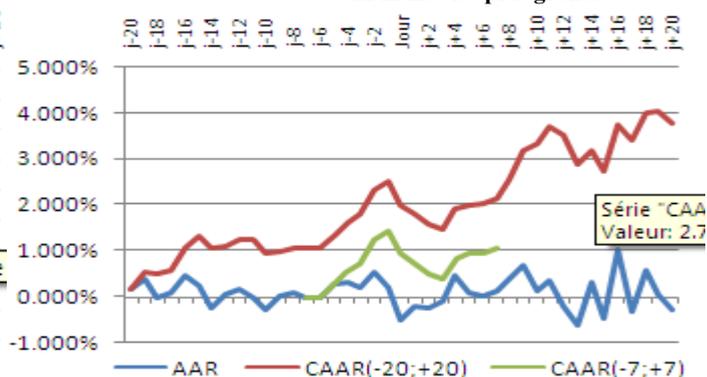
Les graphiques ci-dessous montrent que les CAAR associés aux entreprises plus petites sont positifs du (J-4) à la fin de la fenêtre (F₁) et positifs sur toute la période (F₂) Ces mêmes graphiques montrent que les CAAR s'avèrent positifs sur les deux fenêtres d'évènements (F₁ et F₂) aux annonces de dettes bancaires effectuées par les grandes entreprises. Ces résultats montrent, alors, que les fuites d'information sont plus importantes pour les entreprises de grande taille.

Les tableaux de significativités montrent une réaction positive et statistiquement significative des CAAR de la fenêtre (F₂) du (J-1) de la date d'annonce à la fin de la période d'étude. Par contre, des résultats statistiquement non significatifs pour les annonces effectuées par les firmes de taille plus grande et donc celles les plus connues. Ainsi, ces résultats confirment ceux obtenus par Solvin, Johnson et Glascock (1992).

Annonces des emprunts bancaires accordés aux firmes les plus petites



Annonces des emprunts bancaires accordés aux firmes les plus grandes



4- Résultats de l'analyse multi-variée

L'analyse multi-variée en coupe instantanée est effectuée en premier lieu sur l'échantillon total. (183 observations) des annonces de dettes réalisées par les firmes, puis sur l'échantillon des émissions obligataires (104 observations) et enfin sur l'échantillon du financement bancaire (79 observations). Pour chaque échantillon, nous accomplissons deux régressions. La première considère les différentes variables continues, puis une deuxième régression dans la quelle nous introduisons les variables de contrôle correspondantes. Les différents modèles utilisés au niveau de cette estimation sont remarqués d'une part, par l'absence d'hétéroscédasticité entre les différentes variables introduites et d'autre part, sont distinguées par l'absence d'autocorrélation des erreurs qui sont observées par le test de Breusch-Godfrey qui consiste à régresser les erreurs sur l'ensemble des variables explicatives utilisées. Ces différentes constatations permettent d'estimer les coefficients des modèles à travers la technique des Moindres Carrées Ordinaires (MCO). La variable dépendante de cette régression correspond aux rendements anormaux cumulés pour chaque action durant la période (F_2)

Formellement, le modèle utilisé se définit comme suit :

$$CRC_i = \beta_0 + \sum \beta_i \theta_i + \varepsilon_i \quad (9)$$

$[CRC_i]$: désigne le rendement anormal cumulé de l'action i sur la période (F_2) ;

$[\beta_i]$: indique les paramètres (ou les coefficients) de la régression ;

$[\theta_i]$: définit les différentes variables explicatives

$[\varepsilon_i]$: désigne le terme d'erreur de moyenne nulle.

Par la suite, les différentes variables dépendantes et celles indépendantes seront divisées par la variance des différents rendements anormaux cumulés calculés à travers le modèle du marché durant la fenêtre d'estimation. Ce fait a pour objectif de corriger l'hétéroscédasticité des rendements des actions estimés. Cette méthode est proposée pour les études des événements par Boehmer, Musumeci et Poulsein (1991).

Le modèle révisé pour régresser les rendements cumulés normalisés se présente de la manière suivante :

$$CRC(\delta_i) = \frac{\beta_0}{\delta_i} + \sum \frac{\beta_i \theta_i}{\delta_i} + \frac{\varepsilon_i}{\delta_i} \quad (10)$$

$[CRC(\delta_i)]$: désigne les rendements anormaux cumulés normalisés ou standardisés ;

$[\delta_i]$: indique l'écart-type des rendements anormaux ;

$[\theta_i]$: définit les variables explicatives.

L'ensemble des variables non corrélées qui admettent d'estimer ce modèle sont de type continues et aussi de type binaires (ou dichotomiques). Au niveau de notre investigation, nous considérons les variables binaires suivantes (3 variables) :

- ✓ Première variable considérée est le type de prêteur. Cette variable tient la valeur 0 lorsque ce prêteur est le marché obligataire, et 1 si c'est une institution bancaire.
- ✓ Deuxième variable considérée est le nombre des prêteurs. Cette variable tient la valeur 1 lorsque le prêt est syndiqué, et 0 s'il est octroyé d'une seule banque.
- ✓ Troisième variable est le stade du financement. Cette variable tient la valeur 0 s'il correspond d'un nouvel emprunt, et prend la valeur 1 dans le cas d'un prêt renouvelé.

De plus, nous recourons à certaines variables continues (4 variables) qui peuvent être les suivantes :

- Maturité de la dette : désigne la période nécessaire jusqu'à l'échéance du prêt obtenu (nombre des années).
- Montant de la dette : désigne le montant de l'emprunt (bancaire ou celui obligataire) obtenu divisé par le logarithme népérien de la capitalisation boursière de l'entreprise emprunteuse.

- Taille de la firme emprunteuse : mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise qui a obtenu le prêt à la date de fermeture de l'exercice comptable qui devance aussitôt l'évènement (annonce).
- Taux d'endettement de la firme emprunteuse : calculé par le ratio d'endettement total divisé par l'actif total de la firme emprunteuse à la date de la fermeture de l'exercice comptable qui devance le signal d'évènement émis.

Tableau (1-5) : Déterminants des rendements anormaux cumulés standardisés

L'analyse des RACS est effectuée sur trois échantillons. La qualité d'ajustement du modèle est donnée par R^2 . La dernière ligne indique de la taille de chaque échantillon. Enfin, la significativité des coefficients des variables est mesurée par le T-Student dont les résultats sont présentés en dessous de chaque coefficient entre parenthèse.

Variables exogènes	Annonces totales		Annonce des émissions obligataires		Annonce des emprunts bancaires	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Type de prêteur	0,6217 (0,995)	0,7333 (1,171)				
Nombre des prêteurs					1,087 (0,975)	0,850 (0,795)
Stade du financement					-0,861 (-0,784)	-0,128 (-0,119)
Maturité de la dette	0,0024 (1,390)	0,0032* (1,806)	0,006 (0,377)	0,0009 (0,517)	0,009* (1,672)	0,012** (2,016)
Montant de la dette		-0,004 (-1,254)		-0,0004 (-1,389)		0,019* (1,723)
Taille de la firme	-0,0036** (-2,387)	-0,0014 (-0,688)	-0,001 (-0,756)	-0,002 (-0,707)	-0,008** (-2,415)	-0,006 (-0,153)
Taux d'endettement de la firme		-0,0554* (-1,823)		-0,003 (-0,089)		-0,157*** (-3,098)
Constante	1,187* (1,674)	1,954** (2,498)	0,643 (0828)	0,997 (1,098)	1,814 (1,351)	2,665* (1,926)
Nombre des annonces	183	183	104	104	79	79
Coefficient (R^2)	0,035	0,062	0,007	0,026	0,107	0,222

*/**/** significatif au seuil de 10%/ 5%/ 1%

Les résultats obtenus montrent que lorsque nous examinons l'échantillon des annonces totales d'endettement effectuées par les firmes, en particulier au niveau de la première régression, les rendements anormaux cumulés standardisés (RACS) s'avèrent négativement associés à la taille de la firme emprunteuse (effets significatifs au seuil de 5 %) et positivement associés à la maturité de la dette, mais de manière non significative. Les coefficients relatifs à ces deux variables explicatives semblent relativement peu importants (respectivement -0,0036 et 0,0024). D'un autre côté, le coefficient de la variable « type de prêteur » est plus important, cependant, il est statistiquement non significatif. Ces résultats affermissent alors, nos résultats de l'étude d'évènement qui stipulent que les cours boursiers réagissent favorablement aux annonces des emprunts bancaires mais de manière non significative. La deuxième régression est caractérisée par l'intrusion de deux variables de contrôle à savoir, le taux d'endettement de la firme et le montant de la dette. Les résultats prouvent que le taux d'endettement de la firme est négativement associé au RACS. De plus, la maturité de la dette est devenue au détriment de la taille statistiquement significative au seuil de 10%. Les deux régressions (3 et 4) qui s'attachent aux annonces des émissions obligataires fournissent de façon perceptible des résultats semblables à ceux obtenus sur les annonces totales, mais tous les coefficients sont statistiquement non significatifs. Les deux dernières régressions sont associées aux annonces du financement bancaire. Elles admettent de vérifier et examiner conjointement les

différentes hypothèses dévoilées par notre étude d'évènement. En effet, la cinquième régression montre que les RACS sont positivement liés à la maturité de la dette et négativement associés à la taille de l'entreprise. Ces résultats confirment ceux obtenus par notre étude d'évènement. Ces mêmes résultats confirment ceux obtenus par Solvin, Johnson et Glascock (1992) et rejettent ceux obtenus par Flannery (1986) et James (1987). L'insertion des deux variables de contrôle à savoir, le montant de la dette et le taux d'endettement de la firme dans la dernière régression (régression 6), les résultats prouvent que les RACS sont négativement liés au taux d'endettement de la firme de manière significative au seuil de 1%. Cette même régression procure des résultats sensiblement analogues à la régression (5) mais de façon moins significative.

A ce stade, il faut bien remarquer que dans toutes les régressions, le coefficient d'ajustement (R^2) s'avère très faible et révèlent d'une déficiente qualité d'ajustement du modèle. Cependant, ce fait apparaît particulariser ce type de travaux, dans la mesure où, des coefficients de détermination d'amplitudes analogues, voire fréquemment plus bas dans la majorité des travaux examinant ce sujet de recherche (James, 1987 ; Solvin et al, 1992 ; Best et Zhang, 1993 ; Billet et al, 1995, etc.)⁹

5- Conclusion

Théoriquement, les banques réduisent les asymétries d'informations à travers la recherche, la collecte et la production des informations privées et le contrôle de l'emprunteur. Par conséquent, un emprunt bancaire constitue une bonne nouvelle aux investisseurs du marché boursier concernant la qualité et les revenus futurs de la firme emprunteuse. Ce fait est prouvé empiriquement dans les travaux menés sur les pays anglo-saxons relativement anciens (avant les années 2000). La présente étude contribue à ce domaine en montrant que les acteurs du marché boursier français réagissent positivement aux annonces d'endettement bancaires mais de manière non significative. Cependant, la réaction du marché boursier français à l'annonce des émissions obligataires, conformément aux résultats des travaux empiriques antérieurs, n'est pas statistiquement significative. Par surcroît, les résultats obtenus montrent que les investisseurs du marché français réagissent de manière significative aux annonces des emprunts syndiqués, des emprunts bancaires de court terme et lorsque la taille de l'entreprise emprunteuse est petite.

Les résultats obtenus dans le cadre de cette étude suggèrent certaines voies de recherches ultérieures. Il serait important de comparer la réaction du marché français à l'annonce du financement bancaire à celui du financement intermédiaire non bancaire accordé par des institutions financières non bancaires. De plus, si les résultats obtenus confirment l'avantage informationnel des banques pour certaines caractéristiques associées à la dette obtenue et à la firme emprunteuse, il serait intéressant alors de s'étendre sur les déterminants du choix de la source de financement par les firmes.

⁹

Auteur	$R^2 = [\text{Min} ; \text{Max}]$
Lummer et Mc Connel(1989)	[0,02 ;0,03]
Slovin et al. (1992)	[0,01 ;0,10]
BestetZhang(1993)	[0,03 ;0,06]
Billetetal.(1995)	[0,0001 ;0,017]

BIBLIOGRAPHIE

- AINTABLIAN, S. AND G.S. ROBERTS (2000), "A Note on Market Response to Corporate Loan Announcements in Canada", *Journal of Banking and Finance*, 24 (3), 381-393.
- ALLEN, F. AND A.M. SANTOMERO (2001), "What do Financial Intermediaries Do?", *Journal of Banking and Finance*, 25, 271-294.
- ATIASE, R. (1985), "Pre-disclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behaviour Around Earning Announcements", *Journal of Accounting Research*, Spring, 21-36.
- BALL, R. AND P. BROWN (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- BAXTER, P. (2002), "The Uniqueness of Bank Loan: the Canadian Experience", Working paper, Queen's University, Kingston, Ontario, Canada.
- BERLIN, M. AND J. LOEYS (1988), "Bond Covenants and Delegated Monitoring", *Journal of Finance*, 43, 397-412.
- BEST, R. AND H. ZHANG (1993), "Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans", *Journal of Finance*, 48, 1507-1522.
- BILLET, M.T., M.J. FLANNERY, AND J.A. GARFINKEL (2006), "Are Bank Loans Special? Evidence on the Post-announcements Performance of Bank Borrowers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
- BILLET, M.T., M.J. FLANNERY, ET J.A. GARFINKEL (1995), "The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return", *Journal of Finance*, 50, 699-718.
- BROWN, S.J. AND J.B. WARNER (1985), "Using Daily Stock Returns: the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- BROWN, S.J. AND J.B. WARNER (1980), "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- COLLINS, D. AND W.T. DENT (1984), "A Comparison of Alternative Testing Models Used in Capital Market Research", *Journal of Accounting Research*, 22, 48-84.
- DATTA, S., M. ISKANDAR-DATTA, AND A. PATEL (2000), "Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings", *Journal of Finance*, 55 (2), 715-743.
- DIAMOND, D. (1991), "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loan and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- DIAMOND, D. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- EASTERBROOK, F. (1984), "Two Agency-cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74, 650-660.
- FAMA, E. (1985), "What's Different About Banks?", *Journal of Monetary Economics*, 15, 5-29.
- FAMA, E., L. FISHER, M. JENSEN, AND R. ROLL (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, 10, 1-21.
- FLANNERY, M.J. (1986), "Asymmetric Information and Risk Debt Maturity Choice", *Journal of Finance*, 41, 19-38.
- FIELDS, P., D. FRASER, T. BERRY, AND S. BYERS (2006), "Do Bank Relationship Still Matter?", Working paper 04-189, College station, Texas.
- GALAI, D. AND R. MASULIS (1976), "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics*, 3, 53-82.
- HADLOCK, C. AND C. JAMES (2000), "Bank Lending and the Menu of Financing Options", Working paper, Michigan State University.
- HO, T. AND R. SINGER (1982), "Bond Indenture Provisions and the Risk of Corporate Debt", *Journal of Financial Economics*, 10, 375-406.
- JAMES, C. (1987), "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans", *Journal of Financial Economics*, 19, 217-235.
- JENSEN, M.C. AND W. MECKLING (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

- LUMMER, S. AND J. MCCONNELL (1989), "Further Evidence on Bank Lending Process and Capital Market Response to Bank Loan Agreements", *Journal of Financial Economics*, 25, 52-63.
- MACKINLAY, A.C. (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- MALATESTA, P.H. (1986), "Measuring Abnormal Performance: The Event Parameter Approach Using Joint Generalized Least Squares", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 27-38.
- MIKKELSON, W. AND M. PARTCH (1986), "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60.
- PREECE, D. AND D.J. MULLINEAUX (1996), "Monitoring, Loan Re-negotiability, and Firm Value: The Role of Lending Syndicates", *Journal of Banking and Finance*, 20, 577-593.
- RAJAN, R.G. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arms Length Debt", *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- SLOVIN, M., S. JOHNSON, AND J. GLASCOCK (1992), "Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements", *Journal of Banking and Finance*, 16, 1057-1071.
- SLOVIN, M., M. SUSHKA, AND POLONCHEK (1993), "The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders", *Journal of Finance*, 48 (1), 247-266.
- STIGLITZ, J. AND A. WEISS (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, 3, 349-410.
- UDELL, G.F. (1989), "Loan Quality, Commercial Loan, and Loan Officer Contracting", *Journal of Banking and Finance*, 13, 367-382.
- VILANOVA, L. (1999), "La Décision de Prêt Bancaire comme Signal Imparfait sur l'emprunteur : Aspect Théoriques et Application au cas de Soutien Abusif", Thèse de doctorat, Université d'Aix-en-Provence - CEROG.
- WANSLEY, J.W., F.A. ELAYAN, AND M.C. COLLINS (1993), "Investment Opportunity and Firm Quality: An Empirical Investigation of the Information in the Bank Lines of Credit", Working paper, University of Tennessee, Chattanooga, TN.
- WILLIAMSON, S.D. (1987), "Costly Monitoring, Loan Contract, and Equilibrium Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics*, 102, 135-146.
- WILLIAMSON, S.D. (1986), "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing", *Journal of Monetary Economics*, 4, 158-179.

Annonces des emprunts obligataires (N= 104)

Date	AAR	TSt AAR	Tsig AAR	CAAR(-20;+20)	t CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	t CAAR(-7;+ 7)
j-20	-0.099%	-0.465	0.392	-0.099%	-0.073		
j-19	0.101%	0.474	0.392	0.002%	0.001		
j-18	-0.117%	-0.550	0.196	-0.115%	-0.084		
j-17	-0.028%	-0.130	0.588	-0.142%	-0.105		
j-16	0.138%	0.651	-1.177	-0.004%	-0.003		
j-15	0.201%	0.945	0.981	0.196%	0.145		
j-14	-0.129%	-0.607	-0.981	0.068%	0.050		
j-13	-0.046%	-0.219	-0.196	0.021%	0.016		
j-12	-0.028%	-0.134	0.000	-0.007%	-0.005		
j-11	0.367%	1.732	1.569	0.360%	0.265		
j-10	0.367%	1.729	0.392	0.727%	0.535		
j-9	-0.193%	-0.911	-1.961	0.534%	0.393		
j-8	0.028%	0.133	-0.196	0.562%	0.414		
j-7	0.023%	0.108	-0.196	0.585%	0.431	0.023%	0.028
j-6	-0.131%	-0.620	-0.784	0.453%	0.334	-0.109%	-0.132
j-5	0.305%	1.438	0.784	0.758%	0.558	0.197%	0.239
j-4	0.194%	0.916	1.373	0.953%	0.701	0.391%	0.476
j-3	-0.230%	-1.083	-2.157	0.723%	0.532	0.161%	0.196
j-2	0.122%	0.575	0.981	0.845%	0.622	0.283%	0.344
j-1	0.155%	0.730	0.000	1.000%	0.736	0.438%	0.533
Jour	-0.062%	-0.291	-0.196	0.938%	0.691	0.376%	0.458
j+1	0.084%	0.398	-0.196	1.023%	0.753	0.461%	0.561
j+2	-0.097%	-0.459	1.177	0.925%	0.681	0.363%	0.442
j+3	-0.199%	-0.938	-1.373	0.726%	0.535	0.165%	0.200
j+4	-0.123%	-0.578	-2.157	0.604%	0.444	0.042%	0.051
j+5	0.183%	0.864	-0.196	0.787%	0.579	0.225%	0.274
j+6	-0.089%	-0.419	0.000	0.698%	0.514	0.136%	0.166
j+7	0.005%	0.024	-0.981	0.703%	0.518	0.141%	0.172
j+8	-0.302%	-1.423	-0.981	0.401%	0.296		
j+9	0.085%	0.400	-0.196	0.486%	0.358		
j+10	-0.288%	-1.358	-1.373	0.198%	0.146		
j+11	-0.116%	-0.547	-0.392	0.082%	0.060		
j+12	-0.396%	-1.865	-2.157	-0.314%	-0.231		
j+13	0.050%	0.236	-0.392	-0.263%	-0.194		
j+14	0.093%	0.438	-0.392	-0.171%	-0.126		
j+15	-0.193%	-0.911	-0.392	-0.364%	-0.268		
j+16	0.281%	1.324	0.196	-0.083%	-0.061		
j+17	0.067%	0.314	0.784	-0.016%	-0.012		
j+18	0.003%	0.013	-0.392	-0.014%	-0.010		
j+19	0.096%	0.453	0.392	0.083%	0.061		
j+20	-0.131%	-0.617	0.392	-0.048%	-0.036		

Annonces des emprunts bancaires (N= 79)

Date	AAR	T St AAR	T sig AAR	CAAR(-20;+20)	T CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	T CAAR(-7;+ 7)
j-20	0.149%	0.551	16.314	0.149%	0.086		
j-19	0.000%	-0.001	17.439	0.149%	0.086		
j-18	0.340%	1.258	18.339	0.489%	0.282		
j-17	-0.006%	-0.020	16.764	0.484%	0.279		
j-16	0.269%	0.996	17.214	0.753%	0.435		
j-15	-0.042%	-0.155	18.789	0.711%	0.411		
j-14	0.060%	0.222	17.214	0.771%	0.445		
j-13	-0.138%	-0.508	16.989	0.634%	0.366		
j-12	-0.045%	-0.167	18.339	0.588%	0.340		
j-11	-0.160%	-0.593	16.089	0.428%	0.247		
j-10	-0.163%	-0.602	15.864	0.265%	0.153		
j-9	-0.003%	-0.012	17.214	0.262%	0.151		
j-8	-0.183%	-0.676	16.539	0.079%	0.046		
j-7	0.097%	0.360	18.789	0.177%	0.102	0.097%	0.093
j-6	0.084%	0.311	17.664	0.261%	0.151	0.182%	0.173
j-5	0.111%	0.412	17.664	0.372%	0.215	0.293%	0.280
j-4	0.477%	1.765	19.014	0.850%	0.491	0.770%	0.735
j-3	0.203%	0.749	17.214	1.052%	0.607	0.973%	0.929
j-2	0.324%	1.198	19.014	1.376%	0.795	1.297%	1.238
j-1	0.274%	1.014	19.014	1.651%	0.953	1.571%	1.500
Jour	-0.141%	-0.522	15.639	1.509%	0.871	1.430%	1.365
j+1	0.136%	0.504	19.689	1.646%	0.950	1.566%	1.495
j+2	-0.136%	-0.504	17.439	1.509%	0.871	1.430%	1.365
j+3	-0.021%	-0.079	18.789	1.488%	0.859	1.409%	1.345
j+4	0.097%	0.358	18.114	1.585%	0.915	1.505%	1.437
j+5	0.035%	0.128	18.114	1.619%	0.935	1.540%	1.470
j+6	0.019%	0.071	17.889	1.639%	0.946	1.559%	1.488
j+7	-0.040%	-0.148	16.314	1.598%	0.923	1.519%	1.450
j+8	0.141%	0.523	15.864	1.740%	1.004		
j+9	0.306%	1.130	16.539	2.045%	1.181		
j+10	0.145%	0.537	17.889	2.191%	1.265		
j+11	0.227%	0.839	16.989	2.418%	1.396		
j+12	-0.074%	-0.272	17.889	2.344%	1.353		
j+13	-0.420%	-1.553	16.314	1.924%	1.111		
j+14	0.142%	0.526	16.764	2.066%	1.193		
j+15	-0.110%	-0.407	17.664	1.956%	1.129		
j+16	0.526%	1.945	18.339	2.482%	1.433		
j+17	-0.233%	-0.860	16.539	2.250%	1.299		
j+18	0.154%	0.569	19.014	2.404%	1.388		
j+19	-0.173%	-0.640	17.664	2.230%	1.288		
j+20	-0.057%	-0.211	17.214	2.173%	1.255		

* / ** / *** significatif au seuil de 10% / 5% / 1%

**Annonces des emprunts bancaires à maturité inférieure
ou égale à 5 ans (N= 69)**

Date	AAR	T StAARt	T sig AARt	CAAR(-20;+20)	T CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	T CAAR(-7;+ 7)
j-20	0.084%	0.313	-1.806	0.084%	0.049		
j-19	0.044%	0.166	-0.602	0.128%	0.075		
j-18	0.304%	1.135	0.361	0.432%	0.252		
j-17	-0.074%	-0.276	-0.843	0.358%	0.209		
j-16	0.151%	0.566	-0.602	0.510%	0.297		
j-15	0.050%	0.186	1.083	0.560%	0.326		
j-14	-0.031%	-0.116	-0.843	0.529%	0.308		
j-13	-0.032%	-0.120	-0.602	0.497%	0.290		
j-12	0.081%	0.303	1.083	0.578%	0.337		
j-11	-0.169%	-0.630	-1.324	0.409%	0.238		
j-10	0.025%	0.092	-1.083	0.433%	0.253		
j-9	0.057%	0.214	-0.361	0.491%	0.286		
j-8	-0.173%	-0.648	-1.083	0.317%	0.185		
j-7	-0.041%	-0.153	0.361	0.276%	0.161	-0.041%	-0.039
j-6	0.136%	0.508	-0.120	0.412%	0.240	0.095%	0.092
j-5	-0.001%	-0.004	-0.361	0.411%	0.240	0.094%	0.091
j-4	0.400%	1.492	0.843	0.811%	0.473	0.494%	0.476
j-3	0.067%	0.251	-1.083	0.878%	0.512	0.561%	0.541
j-2	0.213%	0.794	1.083	1.091%	0.636	0.774%	0.746
j-1	0.064%	0.240	0.602	1.155%	0.674	0.838%	0.808
Jour	-0.145%	-0.541	-2.047	1.010%	0.589	0.693%	0.668
j+1	0.332%	1.241	1.565	1.343%	0.783	1.025%	0.988
j+2	-0.243%	-0.907	-0.602	1.100%	0.641	0.783%	0.754
j+3	0.006%	0.022	0.843	1.106%	0.645	0.788%	0.760
j+4	0.093%	0.346	-0.120	1.198%	0.699	0.881%	0.849
j+5	-0.004%	-0.015	0.602	1.194%	0.696	0.877%	0.845
j+6	-0.055%	-0.204	0.120	1.140%	0.665	0.823%	0.793
j+7	-0.038%	-0.142	-1.324	1.102%	0.642	0.785%	0.756
j+8	0.121%	0.453	-2.047	1.223%	0.713		
j+9	0.284%	1.058	-1.083	1.507%	0.878		
j+10	0.149%	0.555	0.120	1.655%	0.965		
j+11	0.211%	0.786	-1.324	1.866%	1.088		
j+12	-0.207%	-0.774	-0.843	1.659%	0.967		
j+13	-0.465%	-1.737	-0.843	1.193%	0.696		
j+14	0.144%	0.538	-0.843	1.337%	0.780		
j+15	-0.205%	-0.764	-0.120	1.133%	0.660		
j+16	0.564%	2.105	0.602	1.697%	0.989		
j+17	-0.364%	-1.359	-1.806	1.333%	0.777		
j+18	-0.172%	-0.643	1.083	1.160%	0.677		
j+19	-0.252%	-0.942	-0.602	0.908%	0.529		
j+20	-0.143%	-0.535	-0.361	0.765%	0.446		

**Annonces des emprunts bancaires à maturité supérieure strictement à 5
ans (N= 10)**

Date	AAR	T St AARt	T sig AARt	CAAR(-20;+20)	T CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	T CAAR(-7;+ 7)
j-20	0.598%	0.567	0.632	0.598%	0.088		
j-19	-0.308%	-0.291	0.632	0.291%	0.043		
j-18	0.592%	0.560	0.632	0.882%	0.130		
j-17	0.466%	0.441	-0.632	1.349%	0.199		
j-16	1.083%	1.025	0.000	2.432%	0.360		
j-15	-0.676%	-0.640	0.000	1.756%	0.260		
j-14	0.689%	0.652	0.632	2.444%	0.361		
j-13	-0.865%	-0.819	-0.632	1.579%	0.234		
j-12	-0.917%	-0.869	-1.265	0.662%	0.098		
j-11	-0.101%	-0.096	-1.265	0.561%	0.083		
j-10	-1.455%	-1.377	-2.530	-0.894%	-0.132		
j-9	-0.421%	-0.399	-0.632	-1.315%	-0.194		
j-8	-0.248%	-0.235	-0.632	-1.563%	-0.231		
j-7	1.051%	0.995	1.897	-0.512%	-0.076	1.051%	0.257
j-6	-0.273%	-0.259	0.000	-0.785%	-0.116	0.778%	0.190
j-5	0.888%	0.841	0.632	0.103%	0.015	1.666%	0.407
j-4	1.014%	0.960	1.265	1.117%	0.165	2.680%	0.655
j-3	1.137%	1.076	1.265	2.254%	0.333	3.817%	0.933
j-2	1.093%	1.035	0.632	3.347%	0.495	4.910%	1.200
j-1	1.722%	1.630	1.897	5.069%	0.749	6.632%	1.621
Jour	-0.116%	-0.110	-0.632	4.953%	0.732	6.516%	1.593
j+1	-1.217%	-1.152	1.265	3.736%	0.552	5.299%	1.295
j+2	0.599%	0.567	0.632	4.335%	0.641	5.898%	1.442
j+3	-0.209%	-0.198	0.632	4.126%	0.610	5.689%	1.391
j+4	0.124%	0.118	1.265	4.250%	0.628	5.813%	1.421
j+5	0.301%	0.285	-0.632	4.552%	0.673	6.115%	1.495
j+6	0.528%	0.500	0.000	5.080%	0.751	6.643%	1.624
j+7	-0.055%	-0.052	-0.632	5.024%	0.743	6.587%	1.610
j+8	0.280%	0.265	0.000	5.305%	0.784		
j+9	0.459%	0.434	-0.632	5.763%	0.852		
j+10	0.122%	0.116	0.000	5.886%	0.870		
j+11	0.340%	0.322	1.265	6.225%	0.920		
j+12	0.848%	0.803	2.530	7.074%	1.046		
j+13	-0.109%	-0.103	-1.897	6.965%	1.030		
j+14	0.131%	0.124	-0.632	7.096%	1.049		
j+15	0.542%	0.513	0.000	7.638%	1.129		
j+16	0.265%	0.251	0.000	7.904%	1.169		
j+17	0.673%	0.637	1.265	8.576%	1.268		
j+18	2.404%	2.276	0.632	10.981%	1.624		
j+19	0.375%	0.355	1.265	11.355%	1.679		
j+20	0.538%	0.509	-0.632	11.893%	1.758		

* / ** / *** significatif au seuil de 10% / 5% / 1%

Annonces de nouveaux emprunts bancaires (N=29)

Date	AAR	TSt AARt	tSig AARt	CAAR(-20;+20)	t CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	t CAAR(-7;+7)
j-20	-0.157%	-0.345	-0.928	-0.157%	-0.054		
j-19	-0.076%	-0.167	-0.557	-0.232%	-0.080		
j-18	0.322%	0.709	-0.557	0.089%	0.031		
j-17	-0.123%	-0.271	-1.300	-0.033%	-0.012		
j-16	0.349%	0.769	-0.557	0.315%	0.109		
j-15	0.135%	0.298	0.557	0.450%	0.155		
j-14	0.086%	0.189	-0.557	0.536%	0.185		
j-13	0.098%	0.216	-0.186	0.634%	0.218		
j-12	-0.471%	-1.039	-0.186	0.163%	0.056		
j-11	-0.120%	-0.265	-1.671	0.042%	0.015		
j-10	-0.660%	-1.454	-2.043	-0.617%	-0.213		
j-9	0.046%	0.102	0.557	-0.571%	-0.197		
j-8	-0.365%	-0.805	-1.671	-0.936%	-0.322		
j-7	0.642%	1.417	1.671	-0.294%	-0.101	0.642%	0.366
j-6	-0.179%	-0.394	-0.928	-0.473%	-0.163	0.464%	0.264
j-5	-0.042%	-0.092	-1.300	-0.514%	-0.177	0.422%	0.240
j-4	0.657%	1.449	0.557	0.142%	0.049	1.078%	0.614
j-3	0.365%	0.806	-0.557	0.508%	0.175	1.444%	0.822
j-2	0.612%	1.350	0.557	1.120%	0.386	2.056%	1.171
j-1	0.463%	1.020	1.300	1.582%	0.545	2.518%	1.434
Jour	0.050%	0.110	-0.557	1.632%	0.562	2.569%	1.463
j+1	-0.001%	-0.002	2.414	1.632%	0.562	2.568%	1.462
j+2	-0.252%	-0.556	-1.300	1.379%	0.475	2.315%	1.318
j+3	-0.276%	-0.608	-0.557	1.104%	0.380	2.040%	1.161
j+4	0.032%	0.071	0.557	1.136%	0.391	2.072%	1.180
j+5	0.116%	0.256	1.300	1.252%	0.431	2.188%	1.246
j+6	0.270%	0.595	1.671	1.522%	0.524	2.458%	1.399
j+7	0.234%	0.516	-0.928	1.756%	0.605	2.692%	1.533
j+8	0.164%	0.362	-0.557	1.920%	0.661		
j+9	0.129%	0.285	-0.186	2.049%	0.706		
j+10	-0.136%	-0.299	-0.928	1.913%	0.659		
j+11	-0.145%	-0.319	-0.928	1.769%	0.609		
j+12	-0.091%	-0.200	0.928	1.678%	0.578		
j+13	-0.168%	-0.370	-1.300	1.510%	0.520		
j+14	0.103%	0.226	-0.557	1.613%	0.555		
j+15	-0.060%	-0.132	-0.186	1.553%	0.535		
j+16	0.356%	0.785	0.557	1.909%	0.657		
j+17	-0.115%	-0.254	-1.300	1.794%	0.618		
j+18	0.541%	1.193	0.557	2.335%	0.804		
j+19	0.086%	0.190	-0.557	2.421%	0.834		
j+20	-0.067%	-0.147	-0.557	2.354%	0.811		

Annonces de renouvellement des emprunts bancaires (N=50)

Date	AAR	TSt AARt	TSig AARt	CAAR(-20;+20)	t CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	t CAAR(-7;+7)
j-20	0.326%	1.018	-1.131	0.326%	0.159		
j-19	0.044%	0.136	0.000	0.370%	0.180		
j-18	0.351%	1.096	1.131	0.721%	0.351		
j-17	0.062%	0.195	-0.283	0.784%	0.382		
j-16	0.223%	0.697	-0.283	1.007%	0.491		
j-15	-0.145%	-0.451	0.849	0.863%	0.420		
j-14	0.045%	0.141	-0.283	0.908%	0.442		
j-13	-0.274%	-0.855	-0.849	0.634%	0.309		
j-12	0.202%	0.630	0.849	0.835%	0.407		
j-11	-0.184%	-0.573	-0.849	0.652%	0.318		
j-10	0.125%	0.391	-0.849	0.777%	0.379		
j-9	-0.032%	-0.099	-1.131	0.745%	0.363		
j-8	-0.077%	-0.241	-0.283	0.668%	0.326		
j-7	-0.219%	-0.683	0.000	0.449%	0.219	-0.219%	-0.176
j-6	0.237%	0.739	0.566	0.686%	0.334	0.018%	0.014
j-5	0.200%	0.626	0.849	0.887%	0.432	0.218%	0.176
j-4	0.373%	1.165	1.131	1.260%	0.614	0.592%	0.477
j-3	0.108%	0.338	-0.283	1.368%	0.667	0.700%	0.564
j-2	0.157%	0.491	1.131	1.525%	0.743	0.857%	0.691
j-1	0.165%	0.515	0.566	1.690%	0.824	1.022%	0.823
Jour	-0.252%	-0.786	-2.263	1.438%	0.701	0.770%	0.620
j+1	0.216%	0.673	0.566	1.654%	0.806	0.986%	0.794
j+2	-0.069%	-0.215	0.566	1.585%	0.772	0.917%	0.739
j+3	0.126%	0.393	1.697	1.711%	0.834	1.043%	0.840
j+4	0.134%	0.419	0.000	1.845%	0.899	1.177%	0.948
j+5	-0.013%	-0.039	-0.566	1.833%	0.893	1.164%	0.938
j+6	-0.126%	-0.394	-1.131	1.706%	0.832	1.038%	0.836
j+7	-0.199%	-0.622	-1.131	1.507%	0.734	0.839%	0.676
j+8	0.128%	0.400	-1.980	1.635%	0.797		
j+9	0.408%	1.274	-1.414	2.043%	0.996		
j+10	0.308%	0.961	0.849	2.352%	1.146		
j+11	0.442%	1.381	-0.283	2.794%	1.362		
j+12	-0.064%	-0.199	-0.566	2.730%	1.331		
j+13	-0.566%	-1.768	-0.849	2.164%	1.055		
j+14	0.165%	0.516	-0.849	2.329%	1.135		
j+15	-0.139%	-0.434	0.000	2.190%	1.067		
j+16	0.625%	1.950	0.283	2.815%	1.372		
j+17	-0.301%	-0.939	-0.566	2.514%	1.225		
j+18	-0.071%	-0.221	1.131	2.443%	1.191		
j+19	-0.323%	-1.009	0.283	2.120%	1.033		
j+20	-0.051%	-0.160	-0.283	2.069%	1.008		

* / ** / *** significatif au seuil de 10% / 5% / 1%

Annonces des emprunts bancaires syndiqués (N= 54)

Date	AAR	T St AARt	T Sig AARt	CAAR(-20;+20)	T CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	T CAAR(-7;+7)
j-20	0.065%	0.239	-1.361	0.065%	0.037		
j-19	-0.152%	-0.561	-0.544	-0.087%	-0.050		
j-18	0.448%	1.654	0.544	0.361%	0.208		
j-17	0.203%	0.749	0.000	0.564%	0.325		
j-16	0.093%	0.342	-1.089	0.657%	0.378		
j-15	0.028%	0.105	1.905	0.686%	0.395		
j-14	0.198%	0.729	-0.544	0.883%	0.509		
j-13	-0.026%	-0.094	-0.816	0.858%	0.494		
j-12	-0.082%	-0.301	0.000	0.776%	0.447		
j-11	0.061%	0.226	-1.089	0.837%	0.482		
j-10	-0.162%	-0.598	-1.905	0.675%	0.389		
j-9	0.239%	0.881	0.000	0.914%	0.526		
j-8	-0.247%	-0.911	-0.544	0.667%	0.384		
j-7	0.261%	0.963	0.816	0.928%	0.535	0.261%	0.249
j-6	-0.002%	-0.007	-0.816	0.926%	0.533	0.259%	0.247
j-5	0.450%	1.660	0.544	1.376%	0.793	0.709%	0.675
j-4	0.490%	1.806	1.361	1.866%	1.075	1.199%	1.142
j-3	0.236%	0.869	0.000	2.102%	1.211	1.435%	1.366
j-2	0.016%	0.060	0.000	2.118%	1.220	1.451%	1.382
j-1	0.167%	0.617	0.272	2.286%	1.316	1.619%	1.541
Jour	-0.437%	-1.611	-2.177	1.849%	1.065	1.182%	1.125
j+1	0.620%	2.287	2.722	2.469%	1.422	1.802%	1.716
j+2	-0.204%	-0.754	-0.272	2.265%	1.304	1.598%	1.521
j+3	-0.057%	-0.210	0.816	2.208%	1.271	1.541%	1.467
j+4	0.255%	0.942	0.816	2.463%	1.419	1.796%	1.710
j+5	0.178%	0.657	0.544	2.641%	1.521	1.974%	1.880
j+6	0.007%	0.027	0.272	2.648%	1.525	1.981%	1.886
j+7	-0.204%	-0.752	-1.361	2.444%	1.408	1.777%	1.692
j+8	-0.248%	-0.916	-1.905	2.196%	1.265		
j+9	0.172%	0.635	-0.816	2.368%	1.364		
j+10	0.103%	0.380	0.272	2.471%	1.423		
j+11	-0.313%	-1.155	-1.089	2.158%	1.243		
j+12	-0.009%	-0.034	0.272	2.149%	1.237		
j+13	-0.139%	-0.511	-0.544	2.010%	1.158		
j+14	-0.133%	-0.489	-1.905	1.878%	1.081		
j+15	-0.234%	-0.862	-0.816	1.644%	0.947		
j+16	0.122%	0.450	0.000	1.766%	1.017		
j+17	-0.149%	-0.550	-0.816	1.617%	0.931		
j+18	-0.205%	-0.757	0.272	1.412%	0.813		
j+19	-0.054%	-0.198	0.272	1.358%	0.782		
j+20	0.050%	0.183	-0.816	1.408%	0.811		

Annonces des emprunts bancaires non syndiqués (N= 25)

Date	AAR	T St AARt	T sig AARt	CAAR(-20;+20)	T CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	T CAAR(-7;+7)
j-20	0.331%	0.582	-0.600	0.331%	0.091		
j-19	0.328%	0.576	0.200	0.659%	0.181		
j-18	0.107%	0.188	0.200	0.766%	0.210		
j-17	-0.457%	-0.802	-1.800	0.310%	0.085		
j-16	0.651%	1.143	0.600	0.960%	0.263		
j-15	-0.194%	-0.341	-1.000	0.766%	0.210		
j-14	-0.237%	-0.417	-0.200	0.529%	0.145		
j-13	-0.379%	-0.666	-0.200	0.150%	0.041		
j-12	0.034%	0.059	1.000	0.183%	0.050		
j-11	-0.639%	-1.123	-1.400	-0.456%	-0.125		
j-10	-0.164%	-0.288	-0.600	-0.620%	-0.170		
j-9	-0.526%	-0.924	-1.000	-1.146%	-0.314		
j-8	-0.044%	-0.078	-1.400	-1.190%	-0.326		
j-7	-0.257%	-0.451	0.600	-1.447%	-0.397	-0.257%	-0.116
j-6	0.270%	0.475	1.000	-1.177%	-0.323	0.014%	0.006
j-5	-0.620%	-1.089	-1.000	-1.797%	-0.493	-0.606%	-0.275
j-4	0.450%	0.791	0.200	-1.346%	-0.369	-0.156%	-0.071
j-3	0.131%	0.230	-1.000	-1.215%	-0.333	-0.025%	-0.011
j-2	0.989%	1.737	2.200	-0.226%	-0.062	0.964%	0.437
j-1	0.505%	0.887	1.800	0.279%	0.076	1.469%	0.666
Jour	0.498%	0.874	-0.600	0.777%	0.213	1.967%	0.892
j+1	-0.909%	-1.596	-0.600	-0.132%	-0.036	1.058%	0.480
j+2	0.011%	0.019	-0.200	-0.122%	-0.033	1.069%	0.485
j+3	0.055%	0.097	0.600	-0.066%	-0.018	1.124%	0.510
j+4	-0.246%	-0.432	-0.600	-0.313%	-0.086	0.878%	0.398
j+5	-0.275%	-0.483	-0.200	-0.588%	-0.161	0.603%	0.273
j+6	0.045%	0.079	-0.200	-0.543%	-0.149	0.648%	0.294
j+7	0.314%	0.551	-0.600	-0.229%	-0.063	0.961%	0.436
j+8	0.983%	1.727	-0.600	0.754%	0.207		
j+9	0.594%	1.043	-1.000	1.348%	0.370		
j+10	0.237%	0.415	-0.200	1.585%	0.435		
j+11	1.394%	2.448	0.200	2.979%	0.817		
j+12	-0.213%	-0.374	-0.200	2.766%	0.759		
j+13	-1.028%	-1.806	-1.800	1.737%	0.476		
j+14	0.736%	1.293	1.000	2.473%	0.678		
j+15	0.158%	0.277	1.000	2.631%	0.722		
j+16	1.399%	2.457	1.000	4.030%	1.105		
j+17	-0.413%	-0.726	-1.000	3.617%	0.992		
j+18	0.929%	1.632	1.800	4.546%	1.247		
j+19	-0.431%	-0.756	-0.600	4.115%	1.129		
j+20	-0.288%	-0.505	0.200	3.828%	1.050		

* / ** / *** significatif au seuil de 10% / 5% / 1%

Annonces des emprunts bancaires accordés aux firmes les plus petites (N= 40)

Date	AAR	TSt AARt	TSig AARt	CAAR(-20;+20)	t CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	t CAAR(-7;+7)
j-20	0.130%	0.462	-1.581	0.130%	0.072		
j-19	-0.365%	-1.295	-0.316	-0.235%	-0.130		
j-18	0.703%	2.493	0.949	0.468%	0.259		
j-17	-0.094%	-0.334	-1.265	0.374%	0.207		
j-16	0.071%	0.251	-0.632	0.445%	0.246		
j-15	-0.324%	-1.150	0.632	0.121%	0.067		
j-14	0.366%	1.298	-1.265	0.487%	0.270		
j-13	-0.307%	-1.090	-1.581	0.179%	0.099		
j-12	-0.244%	-0.865	0.316	-0.065%	-0.036		
j-11	-0.299%	-1.060	-1.265	-0.364%	-0.201		
j-10	-0.042%	-0.148	-1.581	-0.405%	-0.224		
j-9	-0.032%	-0.113	0.316	-0.437%	-0.242		
j-8	-0.451%	-1.598	-2.214	-0.888%	-0.492		
j-7	0.210%	0.744	1.265	-0.678%	-0.375	0.210%	0.192
j-6	0.175%	0.620	0.000	-0.503%	-0.279	0.385%	0.352
j-5	-0.059%	-0.209	-0.949	-0.562%	-0.311	0.326%	0.298
j-4	0.658%	2.331	1.581	0.096%	0.053	0.983%	0.900
j-3	0.222%	0.788	-0.632	0.318%	0.176	1.206%	1.104
j-2	0.135%	0.478	0.316	0.453%	0.251	1.341%	1.227
j-1	0.365%	1.293	1.581	0.817%	0.453	1.705%	1.561
Jour	0.211%	0.746	-0.316	1.028%	0.569	1.916%	1.754
j+1	0.461%	1.635	1.265	1.489%	0.825	2.377%	2.176
j+2	-0.048%	-0.169	0.000	1.442%	0.798	2.329%	2.132
j+3	0.065%	0.229	0.632	1.506%	0.834	2.394%	2.192
j+4	-0.243%	-0.861	-0.316	1.263%	0.700	2.151%	1.969
j+5	-0.020%	-0.072	0.316	1.243%	0.688	2.131%	1.951
j+6	0.014%	0.050	0.000	1.257%	0.696	2.145%	1.964
j+7	-0.185%	-0.657	-0.632	1.072%	0.594	1.960%	1.794
j+8	-0.110%	-0.390	-1.265	0.962%	0.533		
j+9	-0.039%	-0.138	-0.949	0.923%	0.511		
j+10	0.149%	0.529	0.316	1.072%	0.594		
j+11	0.097%	0.345	0.000	1.170%	0.648		
j+12	0.044%	0.154	0.632	1.213%	0.672		
j+13	-0.233%	-0.824	-0.632	0.981%	0.543		
j+14	-0.015%	-0.053	-1.581	0.966%	0.535		
j+15	0.235%	0.834	0.632	1.201%	0.665		
j+16	0.057%	0.201	0.632	1.257%	0.696		
j+17	-0.137%	-0.484	-1.581	1.121%	0.621		
j+18	-0.265%	-0.941	0.316	0.855%	0.474		
j+19	-0.388%	-1.376	-0.949	0.467%	0.259		
j+20	0.155%	0.550	0.949	0.622%	0.345		

Annonces des emprunts bancaires accordés aux firmes les plus grandes (N= 39)

Date	AAR	TSt AARt	TSig AARt	CAAR(-20;+20)	t CAAR(-20;+20)	CAAR(-7;+7)	t CAAR(-7;+7)
j-20	0.168%	0.398	-0.480	0.168%	0.062		
j-19	0.374%	0.886	-0.160	0.542%	0.201		
j-18	-0.032%	-0.075	-0.160	0.511%	0.189		
j-17	0.085%	0.202	-0.160	0.596%	0.220		
j-16	0.473%	1.120	-0.160	1.069%	0.395		
j-15	0.248%	0.586	0.801	1.317%	0.487		
j-14	-0.254%	-0.601	0.480	1.063%	0.393		
j-13	0.037%	0.087	0.480	1.100%	0.407		
j-12	0.159%	0.375	0.480	1.258%	0.465		
j-11	-0.018%	-0.043	-1.121	1.240%	0.459		
j-10	-0.287%	-0.679	-1.121	0.953%	0.353		
j-9	0.026%	0.062	-1.121	0.979%	0.362		
j-8	0.092%	0.217	0.480	1.071%	0.396		
j-7	-0.018%	-0.043	0.160	1.053%	0.389	-0.018%	-0.011
j-6	-0.009%	-0.021	-0.160	1.044%	0.386	-0.027%	-0.016
j-5	0.286%	0.678	0.801	1.330%	0.492	0.259%	0.159
j-4	0.292%	0.693	0.160	1.623%	0.600	0.552%	0.337
j-3	0.182%	0.432	-0.160	1.805%	0.668	0.734%	0.449
j-2	0.518%	1.228	1.441	2.324%	0.859	1.253%	0.766
j-1	0.181%	0.430	0.160	2.505%	0.926	1.434%	0.877
Jour	-0.502%	-1.188	-2.722	2.003%	0.741	0.932%	0.570
j+1	-0.197%	-0.467	1.441	1.806%	0.668	0.735%	0.449
j+2	-0.227%	-0.538	-0.480	1.579%	0.584	0.508%	0.310
j+3	-0.110%	-0.260	0.801	1.469%	0.543	0.398%	0.243
j+4	0.445%	1.054	0.801	1.914%	0.708	0.843%	0.515
j+5	0.091%	0.215	0.160	2.005%	0.742	0.934%	0.571
j+6	0.024%	0.057	0.160	2.029%	0.750	0.958%	0.586
j+7	0.109%	0.257	-1.441	2.138%	0.791	1.067%	0.652
j+8	0.399%	0.945	-1.441	2.537%	0.938		
j+9	0.659%	1.561	-0.801	3.197%	1.182		
j+10	0.141%	0.334	-0.160	3.338%	1.234		
j+11	0.360%	0.852	-1.121	3.698%	1.367		
j+12	-0.194%	-0.459	-0.480	3.504%	1.296		
j+13	-0.613%	-1.450	-1.441	2.891%	1.069		
j+14	0.304%	0.720	0.160	3.195%	1.182		
j+15	-0.464%	-1.099	-0.801	2.731%	1.010		
j+16	1.008%	2.386	0.160	3.739%	1.383		
j+17	-0.331%	-0.785	-0.160	3.407%	1.260		
j+18	0.584%	1.382	1.441	3.991%	1.476		
j+19	0.047%	0.112	0.801	4.039%	1.494		
j+20	-0.275%	-0.650	-1.761	3.764%	1.392		

* / ** / *** significatif au seuil de 10% / 5% / 1%

