



# IMPACT DES INTERRUPTIONS DE COTATION SUR LA MICROSTRUCTURE DU MARCHÉ BOURSIER FRANÇAIS

KARINE MICHALON \*

Les interruptions de cotation réglementées d'Euronext Paris et de toutes les autres places boursières ont pour but de réduire les asymétries d'information et la volatilité et de permettre l'émergence d'un consensus. Dans cet article, nous ne nous intéresserons qu'aux mesures d'interruption des cotations prises au niveau d'un seul titre. Elles peuvent prendre soit la forme de réservations, soit celle de suspensions. Les réservations ont lieu sur un titre quand son cours approche une certaine limite appelée seuil de réservation. Les suspensions sont exceptionnelles et concomitantes à des événements spéciaux surgissant dans la vie de la société émettrice.

La littérature théorique relative aux interruptions de cotation est contradictoire : dans certains modèles, la suspension facilite la dissémination des informations et réduit la volatilité : « la première fonction d'une procédure de « coupe-circuit » devrait être de réinformer les participants » (Greenwald et Stein, 1988, p. 17). En diminuant les asymétries d'information entre les *traders*, les suspensions permettraient l'émergence d'un nouveau consensus de prix. Dans d'autres modèles, la cotation en continu est préférable pour la découverte des prix. Grossman (1990, p. 3), par exemple expose que la fermeture des marchés « empêche simplement des adultes consentants d'exécuter leur désir dans les salles de marché de la Bourse ». Non seulement faire des suspensions entraîne un coût de liquidité pour les *traders*, mais les études suggèrent que l'information ne sera pas aussi bien révélée pendant une suspension que pendant une séance de cotation en continu (Miller, 1990 ; McMillan,

\* MODEM, Université Paris X Nanterre.

L'auteur tient à remercier V. Mignon pour ses précieuses remarques et suggestions.

1990 ; Grundy and McNichols, 1989 ; Brown and Jennings, 1989 ; Dow and Gorton, 1989). Le but de cet article est d'étudier l'impact de ces ruptures de cotation sur le comportement des agents et les processus de prix, objets d'étude de la microstructure. Nous procédons à une étude empirique des interruptions de cotation du marché boursier français. Dans une première section, nous présenterons les données utilisées et examinerons la fréquence des interruptions de cotation. Dans une deuxième section, nous étudierons l'impact des interruptions de cotation sur la microstructure.

### *PRÉSENTATION DES DONNÉES ET STATISTIQUES DESCRIPTIVES*

Les données sur les interruptions de cotation pratiquées sur le marché sont issues des CDrom de données intraquotidiennes de ParisBourse<sup>SBF</sup>. Notre échantillon initial est formé de toutes les interruptions de cotation constatées en février 1998<sup>1</sup>. Nous avons alors calculé le nombre d'interruptions de cotation par entreprises.

À cette fin, nous avons choisi de nous limiter aux entreprises du CAC 40, du SBF120 et du SBF250. Il apparaît que 48 entreprises sont sujettes aux interruptions de cotation en février 1998. Il y a 157 interruptions de cotations dont 87 réservations à la hausse, 44 réservations à la baisse, 12 réservations simples et 14 suspensions. En moyenne en février 1998, un titre a connu 3,27 interruptions de cotations (2,98 réservations et 0,29 suspension). C'est Mecatherm qui connaît le plus de réservations (17 réservations). En février 1998 (20 séances de Bourse), 7,85 interruptions de cotation ont lieu en moyenne par séance (7,15 réservations et 0,70 suspensions).

Il ressort également que les entreprises du SBF250 ont été plus sujettes aux interruptions de cotation en février 1998. Comme dans l'étude de Jouaber (2000), nous pouvons conclure que les sociétés avec de petites capitalisations sont plus exposées aux interruptions de cotation. En effet, 40 entreprises (83 %) émettrices des valeurs sujettes aux interruptions de cotation sont de petites capitalisations boursières (dont la valeur boursière est inférieure à 1 Md€). Les grandes capitalisations boursières (dont la valeur boursière est supérieure à 5 Md€) ne représentent que 4 % de notre échantillon de sociétés.

### *IMPACT DES RÉSERVATIONS SUR LA VOLATILITÉ*

Nous avons choisi de nous limiter à l'étude des réservations pour une raison de disponibilité des données. Par ailleurs, comme le note



Jouaber (2000), « la fréquence de leur activation sur la Bourse de Paris, rend opportun de vérifier leur utilité. »

Nous avons envisagé dans un premier temps que les réservations puissent être liées à un certain type d'événement. Dans un deuxième temps, nous avons étudié l'impact des réservations sur la microstructure.

### *Les possibles événements sous-jacents aux réservations*

Il paraît intéressant de déterminer si les réservations sont liées à un certain type d'événement. Dans ce cas, il est possible d'effectuer une classification des réservations par type d'événement sous-jacent. Nous avons à cette fin utilisé la base de données des *Échos* et les Décisions et Avis de la SBF pour tenter d'identifier les informations ayant causé la réservation. La recherche n'a pas été très fructueuse. Des informations ont cependant été trouvées pour les entreprises suivantes grâce à la base de données des *Échos* :

- un événement sous-jacent à la réservation du 25 février 1998 de SAT et de Sagem : fusion ;
- un événement sous-jacent à la réservation du 26 février 1998 d'AGF : sortie du CAC40 et du SBF120 ;
- un événement sous-jacent à la réservation du 20 février 1998 d'IMS : annonce de résultat ;
- une information sous-jacente à la réservation du 17 février 1998 d'Immobilière Hôtelière : remboursement d'une créance ;
- une information sous-jacente à la réservation du 26 février 1998 de Rallye : conséquence d'une offre publique de Rallye sur Casino.

Ceci n'est cependant pas représentatif et l'on ne peut pas réellement en tirer de conclusions.

### *Impact des réservations sur la microstructure*

#### *Échantillon d'entreprises*

Nous excluons un certain nombre de cas de l'étude car ils ne permettent pas d'examiner l'évolution de la volatilité avant et après la réservation :

- toutes les entreprises dont la cotation du titre est interrompue en début ou en fin de mois ;
- les entreprises dont le titre est réservé de nombreuses fois au cours du mois ;
- les entreprises dont la cotation du titre est réservée puis suspendue.

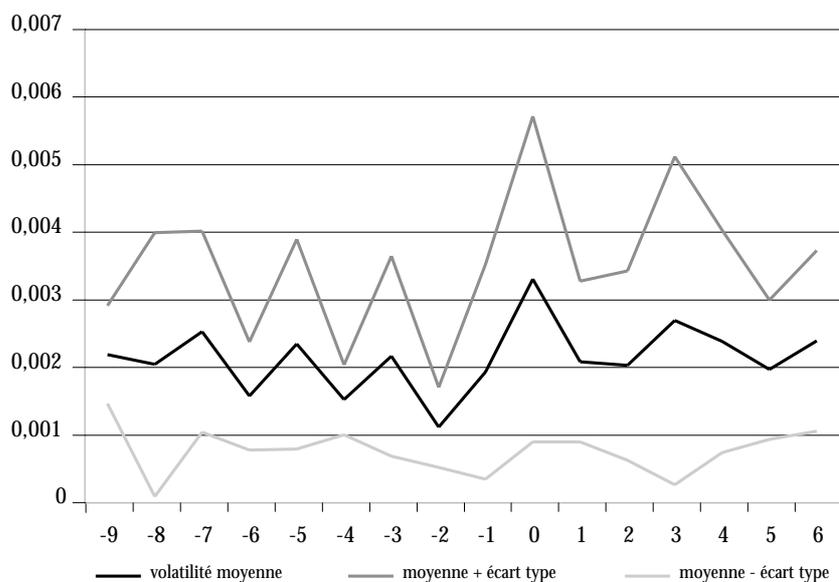
À l'issue de ces opérations, nous conservons 13 entreprises. Cependant, la totalité des cours du mois n'est présente que pour sept entreprises sur le CD de février.

Entreprises	Dates de réservation	Type de réservation
Altran Technologie	13	3 à la hausse 1 à la baisse
Brosse Dupon	12	1 à la hausse 1 à la baisse
Cegedim	17	1 à la hausse
Euro. Extincteurs	19	1 à la hausse
Manutan	16 et 17	2 à la baisse
Royal Canin	19	1 à la hausse
Vicat	10	1 à la hausse 1 à la baisse

Nous retiendrons donc finalement ces sept entreprises.

### Résultats

Le but de cette étude est d'étudier la volatilité des cours avant et après la réservation. Nous avons dans un premier temps considéré les entreprises pour lesquelles nous disposons des cours du lundi 2 février au vendredi 27 février 1998<sup>2</sup>. Il s'agit des 7 entreprises précédemment citées. Parmi elles, la fréquence des transactions est telle qu'il n'a été possible de calculer des volatilités quotidiennes tous les jours ouvrés du mois que pour Altran Technologie et Royal Canin.





Pour pouvoir tirer des conclusions ou avoir des intuitions (la petitesse de l'échantillon fait qu'on ne peut pas faire de déductions générales), nous avons néanmoins examiné les résultats d'Euro Extincteurs (16 volatilités sur 20) et ceux des 6 entreprises dont les cours sur le CD ne sont disponibles que jusqu'au 20 février.

L'étude individuelle de chaque entreprise ne permet pas de tirer de conclusions quant à l'impact des réservations sur la volatilité. En effet, on ne peut tester l'efficacité des réservations en les considérant une par une. Ce n'est pas représentatif (cf. Michalon, 2001). Il est plus intéressant de faire une moyenne et donc de procéder à une étude globale. On considère la date 0, comme le jour de la réservation. Les volatilités sont calculées avec au moins quatre entreprises. Ceci étant, nous avons pu encadrer la réservation 9 séances avant et 6 séances après. Si on considère l'intervalle [-6,+6], la volatilité après réservation (0,002259) est plus élevée que la volatilité avant l'interruption (0,001777).

### *Conclusion*

De cette étude empirique ressortent plusieurs résultats.

- Les entreprises à faible capitalisation boursière sont plus sujettes aux interruptions de cotation.
- L'objectif des réservations de cotation en terme de volatilité n'est pas atteint car la volatilité des cours est plus élevée après réservation<sup>3</sup>.

Aujourd'hui, les modes d'organisation des échanges sur les marchés financiers sont très variés. Les coûts et les risques supportés par les différents participants à un marché varient en fonction de l'organisation des transactions. Dans ces conditions, la structure d'un marché (son organisation institutionnelle, réglementaire et technologique) exerce une influence déterminante sur les stratégies d'offre et de demande des différentes parties prenantes au processus d'échange. De ce fait, les propriétés des prix des actifs dépendent en partie de la structure du marché sur lequel ils sont cotés. Le comportement des participants à l'échange (investisseurs/courtiers/teneurs de marché) est également influencé par la structure du marché.

Or, quelle que soit la place boursière et que les cotations soient automatisées ou non, des procédures d'interruption de séances de cotation ont existé et perdurent. Le rôle annoncé des interruptions de cotation est de permettre l'information des participants et de protéger les intérêts des petits porteurs. Il s'agit donc de réduire les asymétries d'information et la volatilité, de permettre l'émergence d'un consensus.



Néanmoins, comme nous l'avons mentionné, la littérature théorique à ce sujet est contradictoire.

Afin d'apporter des éléments de réponse au débat, nous avons procédé à une étude empirique du marché boursier français des actions. Nous avons mis en avant une inefficacité des réservations en terme de volatilité. Ces conclusions doivent cependant être nuancées. En effet, l'échantillon sur lequel sont basés les résultats est de petite taille (9 entreprises) et la période étudiée est courte (1 mois). Cette étude préliminaire est donc à prolonger dans plusieurs directions. En premier lieu, il serait intéressant de procéder à une étude globale sur les volumes. En deuxième lieu, une période d'observation plus importante pourrait permettre de tirer des conclusions. Nos recherches actuelles vont dans ce sens.

### NOTES

1. En 1998, la réglementation des réservations était différente de celle qui a fait suite à la création d'Euronext.
2. Le 7, le 14, le 21 et le 28 sont des samedis. Le 1<sup>er</sup>, le 8, le 15 et le 22 sont des dimanches.
3. Ce résultat va dans le sens de Jouaber (2000) et de Lee, Ready et Seguin (1994).

### BIBLIOGRAPHIE

- BIAIS B., FOUCAULT T., et HILLION P. (1997), *Microstructure des Marchés Financiers. Institutions, modèles et tests empiriques*, PUF, Collection Finance.
- BROWN D.P., et JENNINGS R.H. (1989), « On technical analysis », *Review of Financial Studies* 2, 527-552.
- COB, (2001), rapport annuel.
- DOW J., et GORTON G. (1989), *Self-generating trade and rational fads : The response of price to new information*, London Business School.
- EURONEXT, (2001), « Les ordres de Bourse ».
- EURONEXT Paris, (2001), « Livre I - Règles de marché harmonisées ».
- GREENWALD B., et STEIN J. (1988), « The task report : The reasoning behind the recommendations », *Journal of Economic Perspectives* 2, 3-23.
- GROSSMAN S.J., (1990), « Introduction to NBER Symposium on the October 1987 Crash », *Review of Financial Studies* 3, 1-3.
- GRUNDY B.D., et McNICHOLS M. (1989), « Trade and revelation of information through prices and direct disclosure », *Review of Financial Studies* 2, 485-526.
- HAMON J., (1995), *Marchés d'Actions : architecture et microstructure*, Économica.
- JOUABER K., (2000), « Gestion et réglementation du marché : le cas des interruptions de cotation », thèse de doctorat, Université Paris IX - Dauphine.



IMPACT DES INTERRUPTIONS DE COTATION SUR LA MICROSTRUCTURE  
DU MARCHÉ BOURSIER FRANÇAIS

---

LEE C.M., READY M.J., et SEGUIN P.J. (1994), « Volume, Volatility, and New York Stock Exchange Trading Halts », *The Journal of Finance*, vol XLIX, no 1.

MC MILLAN H., (1990), *Circuit breakers in the S&P500 futures market : Their effect on volatility and price discovery in October 1989*, Securities Exchange Commission.

MICHALON K., (2001), « Impact des interruptions de cotation sur la microstructure des marchés financiers », mémoire de DEA, Université Paris X Nanterre.

MILLER M. H., (1990), *Volatility, episodic volatility and coordinated circuit-breakers*, University of Chicago.

PARISBOURSE SBF, (1998), BDM Bourse de Paris, Base de données.

