



HAL
open science

Utilité et limites de la méthode des études d'événement : le cas de l'évaluation d'une action stratégique de lobbying

Madina Rival

► To cite this version:

Madina Rival. Utilité et limites de la méthode des études d'événement : le cas de l'évaluation d'une action stratégique de lobbying. Congrès international de l'AFFI, 2006, Poitier, France. halshs-00204091

HAL Id: halshs-00204091

<https://shs.hal.science/halshs-00204091>

Submitted on 11 Jan 2008

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Utilité et limites de la méthode des études d'événement : le cas de l'évaluation d'une action stratégique de lobbying

Madina RIVAL

Maître de conférences au CNAM, Paris
8 avenue du président Kennedy,
75016 PARIS
Tel : 01 47 05 03 31-E mail : madina.rival@cnam.fr

Résumé :

Dans quelle mesure la finance de marché peut-elle compléter les évaluations des actions stratégiques plus traditionnelles en finance d'entreprise ?

Pour répondre à cette question nous avons voulu appliquer la méthode des études d'événement à une action stratégique novatrice : le lobbying.

Cet article reprend les fondements de notre démarche ainsi que les différentes étapes de sa mise en œuvre et l'interprétation des résultats.

Mots clés :

Etude d'événements, création de valeur, lobbying, stratégie politique des entreprises

Evaluer une action stratégique est l'une des priorités des décideurs d'entreprise soumis à la gouvernance des actionnaires. Un grand nombre d'outils issus de la finance d'entreprise existent pour répondre à cet objectif. Par exemple, des ratios de rentabilité mettent en rapport le résultat observé aux capitaux mis en œuvre. Pour autant, la finance d'entreprise ne permet pas de saisir immédiatement les effets de stratégies parfois novatrices. Or, dans la perspective de l'efficience des marchés financiers, le cours de bourse est censé refléter « en temps réel » la valeur des entreprises et donc l'évaluation accordée à leurs décisions stratégiques par des investisseurs rationnels.

La méthode des études d'événement est issue de ce constat. Pour reprendre les termes de Gillet (1998), les études d'événement constituent une des formes de recherche les plus classiques de la finance moderne. Initialement destinées à vérifier la théorie de l'efficience des marchés financiers, en particulier dans sa forme semi-forte, elles ont rapidement été utilisées à d'autres fins. Les études d'événement permettent de tester les réactions des marchés financiers à l'annonce ou à la réalisation d'un événement quelconque, endogène ou exogène, susceptible d'affecter l'activité ou les performances d'une entreprise. Elles mettent en évidence les effets de cet événement sur le cours de l'action de société et donc sur la richesse des actionnaires.

Nous avons cherché dans cet article à tester la complétude de la finance de marché pour évaluer des actions stratégiques par la méthode des études d'événement. Il nous fallait pour cela trouver une action stratégique encore peu étudiée et tenter de l'évaluer de la manière la plus rigoureuse.

Nous avons choisi le cas des actions de lobbying. Un nouvel environnement politique se dessine aujourd'hui pour les entreprises : la mondialisation, la construction européenne (Jean, 1992) et la décentralisation. L'ensemble de ces facteurs renforcent la concurrence entre les entreprises et multiplient les centres de décision publique. En réaction, les entreprises sont amenées à agir de plus en plus souvent dans la sphère politique. A l'instar de Farnel (1993), il est possible de résumer sous le terme de lobbying cette « activité qui consiste à procéder à des interventions destinées à influencer directement les processus d'élaboration, d'application, ou d'interprétation de mesures législatives, normes et règlements et plus généralement, toute intervention ou décision des pouvoirs publics ». L'action politique est une pratique stratégique observée à l'origine dans les entreprises américaines et désormais développée également en Europe. Les études du phénomène en sciences de gestion s'intéressent peu à ce dernier continent. Pourtant, des contrastes existent entre des pays comme la Grande-Bretagne, dans lequel le lobbying est une pratique traditionnelle et réalisée dans la transparence, et d'autres comme la France, où l'action politique des entreprises apparaît encore peu légitime.

C'est pourquoi cet article cherchera à tester l'utilité et les limites de la finance de marché traditionnelle pour évaluer les actions stratégiques de lobbying des entreprises. La méthode des études d'événement est-elle rigoureusement transposable ? Est-elle suffisante pour évaluer une action stratégique ou doit-elle être complétée par des outils de la finance d'entreprise ?

La présentation de la recherche est conçue en deux temps :

- (i) la première partie prépare les travaux sur le plan théorique : présentation des actions stratégiques de lobbying, de leur influence sur la création de valeur et de la méthode des études d'événement ;
- (ii) la seconde partie présente la mise en œuvre, les résultats et leur interprétation de l'application des études d'événement à des actions stratégiques d'un type nouveau.

1. LE LOBBYING DES ENTREPRISES : UNE ACTION STRATEGIQUE IMPORTANTE A EVALUER EN FINANCE DE MARCHE

1.1. LE LOBBYING DES ENTREPRISES : UNE ACTION STRATEGIQUE

1.1.1. Le lobbying : une action stratégique des entreprises qui se développe en Europe

Un nouvel environnement politique se dessine aujourd'hui pour les entreprises : la mondialisation, la construction européenne (Jean, 1992) et la décentralisation. L'ensemble de ces facteurs renforcent la concurrence entre les entreprises et multiplient les centres de décision publique. En réaction, les entreprises sont amenées à agir de plus en plus souvent dans la sphère politique. A l'instar de Farnel (1993), il est possible de résumer sous le terme de lobbying cette « activité qui consiste à procéder à des interventions destinées à influencer directement les processus d'élaboration, d'application, ou d'interprétation de mesures législatives, normes et règlements et plus généralement, toute intervention ou décision des

pouvoirs publics ». L'origine du mot est souvent attribuée au Général Grant, président des Etats-Unis. Logé dans un hôtel après un incendie de la Maison Blanche, il aurait ainsi qualifié l'intense activité des groupes d'intérêt qui tentaient de l'intercepter dans les couloirs (« lobbies ») (Décaudin, 1997).

L'action politique est une pratique stratégique observée à l'origine dans les entreprises américaines et désormais développée également en Europe. Les études du phénomène en sciences de gestion s'intéressent peu à ce dernier continent. Pourtant, des contrastes existent entre des pays comme la Grande-Bretagne, dans lequel le lobbying est une pratique traditionnelle et réalisée dans la transparence, et d'autres comme la France, où l'action politique des entreprises apparaît encore peu légitime.

Ainsi, la philosophie britannique en matière de lobbying est davantage dominée par l'idée de Bentham. L'Etat, pour définir l'intérêt public, doit prendre en compte au maximum les demandes de chaque groupe dans la société et cherche à les satisfaire équitablement après les avoir écoutées. L'histoire britannique s'est concrétisée par une réglementation particulière à la Chambre des Communes des groupes d'intérêt lobbyistes (fichiers, codes déontologiques) et surtout par la constitution d'intergroupes parlementaires en la matière. Il existe aujourd'hui une quarantaine de petites sociétés de lobbying à Londres gérées par d'anciens députés ou journalistes. Parmi ces sociétés, cinq sont établies à Bruxelles. Les membres du Parlement pouvant être salariés de groupes économiques, ce statut offre de grandes possibilités aux lobbyistes. Selon la loi britannique, le député a une seule obligation de transparence au travers d'une « déclaration annuelle d'intérêts » : le député élu par le peuple doit pouvoir représenter les intérêts particuliers et y consacrer une partie de son temps.

A l'opposé en France, la loi Le Chapelier de 1791 interdisait l'activité des groupes de pression. Avec la loi sur la liberté syndicale de 1884, ces groupes se sont réorganisés sous forme de syndicats. Cependant, ces syndicats officiels agissent simplement comme représentants des intérêts collectifs des adhérents et ne constituent pas des lobbies. Apparaissent alors des organisations professionnelles (plus de 1500 en France) qui revendiquent pour un secteur particulier. Finalement, le statut du lobbying s'est récemment développé en France. Une association des responsables « affaires publiques » au sein des entreprises se constitue en 1987, l'Association pour les relations avec les pouvoirs publics (ARPP). Les sociétés de conseil et de communication créent des départements spécialisés en lobbying qui se regroupent au sein de Syntec RP (la section relations publiques du principal syndicat professionnel des cabinets de conseil). Enfin, l'Association française des conseils en lobbying créée en 1991 regroupe des cabinets consacrés uniquement à l'action politique (Nioche et Tarondeau, 1998). Cependant, comme le souligne Farnel (1993), « en France, le statut du lobbying est mal connu, peu développé et encore mal considéré. A la place de lobbying, on préfère parler de groupes de pression ou de réseaux d'influence ».

1.1.2. Une base de donnée existe sur les actions de lobbying des entreprises françaises et anglaises.

a. La sélection des données

Les modalités des différentes variables caractérisant les actions de lobbying ont été déterminées par la consultation de trois journaux de référence : la *Tribune* et les *Echos* pour les entreprises françaises, le *Financial Times* pour les entreprises anglaises.

Ces travaux ont commencé en 1999 et se sont poursuivis sur l'ensemble de l'année 2000. Afin de mener l'étude la plus récente possible, l'année 2000 a été choisie comme année de référence pour les actions politiques des entreprises anglaises. Cependant, une exigence de

taille d'échantillon ne s'est pas trouvée satisfaite par le seul dépouillement de la presse en 2000 pour les entreprises françaises. En effet, seules 47 actions de lobbying ont été identifiées cette année là pour le cas français contre 169 pour le cas anglais. En conséquence l'étude du cas français a été étendue à six années sur la période la plus récente, 1995-2000. Par manque de ressources temporelles, la même extension n'a pas été appliquée au cas anglais.

Le choix des entreprises étudiées s'est opéré en deux temps. D'une part, les actions de lobbying officialisées dans les journaux de référence ont été analysées. Une recherche interactive dans les archives des journaux de référence a permis de sélectionner 2015 articles traitant du lobbying des entreprises françaises dans *La Tribune* et *les Echos* de 1995 à 2000 et 841 articles traitant du lobbying des entreprises anglaises dans le *Financial Times* en 2000. Une lecture approfondie a été nécessaire afin d'identifier les actions pertinentes dans le cadre de la recherche. Finalement, 295 articles pour le cas français, et 136 articles pour le cas anglais, sont apparus comme suffisamment précis pour permettre l'analyse d'une action politique d'entreprise par une taxonomie déterminée précédemment. D'autre part, les entreprises impliquées dans ces actions de lobbying ont été repérées. Deux cas de figure se sont alors présentés.

L'article décrivait une action de lobbying effectuée par une ou plusieurs entreprises nommément citées ; il suffisait alors de retranscrire cette action dans une grille d'analyse.

L'article se faisait l'écho d'une action de lobbying collective mise en place par une structure ad hoc ; dès lors, il fallait identifier les noms des entreprises ayant participé à cette action par leur implication dans l'organisation collective citée. Cependant, au-delà de 50 entreprises nationales (françaises dans le premier cas et anglaises dans le second cas) concernées dans le même temps, l'implication individuelle des entreprises n'a pas été prise en compte.

Une dernière sélection s'est révélée nécessaire pour éliminer les actions doublons (même entreprise, date très proche et mêmes caractéristiques) qui avaient échappé à la sélection initiale sur les périodiques. Il en est ressorti 621 actions politiques d'entreprises françaises et 198 actions politiques d'entreprises anglaises différentes. Cependant, pour plusieurs de ces actions, certaines caractéristiques (taille, nationalité par exemple) n'étaient pas renseignées. C'est pourquoi, comme l'indique le tableau 2 ci-dessous, l'échantillon final se constitue de 510 actions de lobbying françaises et 169 actions de lobbying anglaises.

La sélection des données en chiffres

Source	Nombre d'articles sélectionnés après une première lecture	Nombre d'articles finalement retenus	Nombre d'actions politiques différentes identifiées	Nombre d'actions politiques finalement étudiées
<i>Les Echos</i>	1022	167	621	510
<i>La Tribune</i>	993	128		
<i>Financial Times</i>	841	136	198	169

b. L'analyse des données

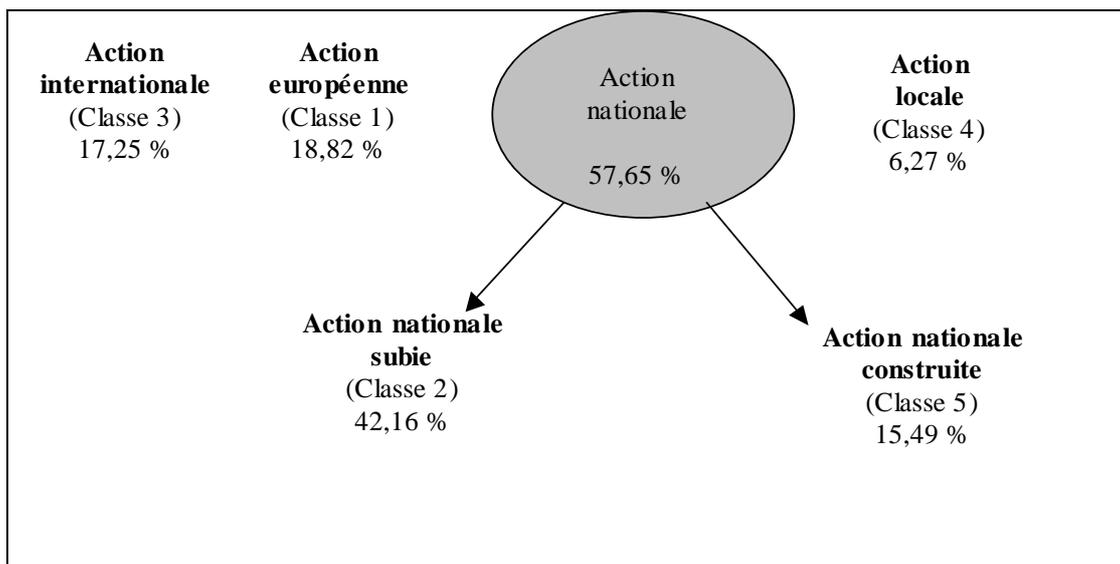
Les techniques de l'analyse de données (analyse des correspondances multiples et classification) ont été mises en œuvre afin de modéliser le comportement politique des

entreprises lobbyistes présentes dans la base de données construite précédemment. En minimisant la variance intraclasse tout en maximisant la variance interclasse, ce traitement statistique permet finalement de définir des classes d'individus homogènes au sein des échantillons français et anglais. Elles représentent chacune un type de stratégie de lobbying particulier. La suite de l'article décrit très rapidement ces stratégies types d'action politique mises en évidence par l'analyse des données à l'aide des variables statistiquement significatives au sein de chaque pays. De manière à nous concentrer sur le thème des études d'événement, nous ne présenterons pas ici de manière plus détaillée l'ensemble des variables constitutives de la taxonomie qui décrit les types de lobbying.

L'analyse des données met en évidence l'existence de cinq classes au sein de l'échantillon français. L'effectif moyen des cinq classes est de 102 individus mais elles sont en réalité réparties de manière moins équilibrée. Ainsi la deuxième classe contient 215 individus (soit 42,16% de l'ensemble des individus) alors que la quatrième classe n'en contient que 32 (soit 6,27% de l'ensemble des individus). Une interprétation de ces classes statistiques (synthétisée dans la figure 1 ci-dessous) permet de définir pour les entreprises françaises cinq types de lobbying répartis en quatre niveaux géographiques : l'action internationale, l'action européenne, l'action nationale construite, l'action nationale subie et l'action locale. Ces stratégies politiques sont caractérisées par un certain nombre de variables.

Le modèle français de lobbying (1995-2000)

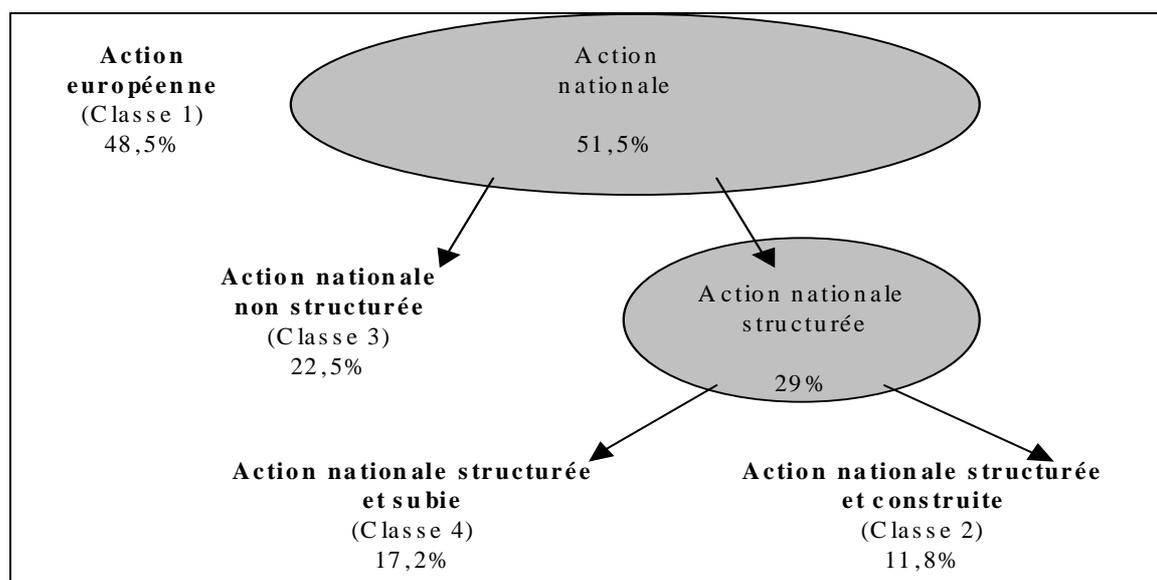
Les pourcentages sont calculés par rapport au nombre total d'individus étudiés



L'analyse des données met en évidence l'existence de quatre classes d'individus au sein de l'échantillon anglais. La population moyenne de chacune de ces classes est de 42,3 individus. Cependant, les actions politiques des entreprises anglaises ne sont pas réparties de manière homogène : une catégorie, la classe 1, domine l'échantillon en Grande Bretagne. Elle représente 48,5% des individus. Une interprétation de ces classes statistiques (reprise dans la figure 2 ci-dessous) fait émerger pour les entreprises anglaises un modèle de lobbying davantage concentré sur deux niveaux géographiques et définissant quatre styles d'actions politiques d'entreprises : l'action européenne, l'action nationale non structurée, l'action nationale structurée et construite, l'action nationale structurée et subie. Ces stratégies politiques sont caractérisées par un certain nombre de variables.

Le modèle anglais de lobbying (2000)

Les pourcentages sont calculés par rapport au nombre total d'individus étudiés



1.2. L'INFLUENCE DU LOBBYING SUR LA CREATION DE VALEUR DES ENTREPRISES LOBBYISTES

Il s'agit désormais de s'intéresser à la question suivante: comment le lobbying peut-il influencer la création de valeur d'une entreprise ? En particulier, il semble que l'impact potentiel des actions politiques des entreprises en terme de création de valeur tienne à leur nature stratégique. A l'instar de toute stratégie, les résultats de ces actions sont donc également incertains.

1.2.1. Une influence possible

Un certain nombre de références, issues de l'importante littérature des praticiens du lobbying mais aussi de plus rares ouvrages de stratégie ouverts sur l'environnement politique (Martinet, 1984 ; Baron, 1995), mettent en avant l'aspect stratégique du lobbying. Nous avons admis au précédemment que les actions politiques des entreprises pouvaient être considérées comme des stratégies au sens de Mintzberg (1978).

Or, un lien est établi de manière générale entre les stratégies et la création de valeur. L'historique de cette relation remonte, si l'on en croit Hirigoyen, à 1978 en France, date de la parution d'un article de H. de Bodinat¹ : « conscience a été prise de la liaison qui pouvait être établie entre la situations stratégique de l'entreprise et sa performance financière » (Hirigoyen, 1997). De la performance financière à la création de valeur, la liaison perdure. La littérature en la matière s'attache à mesurer l'impact de décisions stratégiques traditionnelles sur la création de valeur de l'entreprise. Les décisions stratégiques le plus souvent citées sont liées à des leviers stratégiques (avantage concurrentiel, opérations de croissance interne ou externe) ou financiers (les offres publiques de rachat d'action, la gestion du prix des risques financiers). Cet impact est reconnu et mesuré par le biais d'études d'événement dont nous reparlerons.

¹ Bodinat H. de, « Stratégie et politique financière », *La revue Banque*, n° 374, juin 1978.

Dans cette perspective, Rappaport (1986) fournit une approche pratique pour évaluer l'impact de stratégies sur la valeur des actions d'une entreprise. Pour étayer sa méthode, l'auteur rappelle les principes et les démarches de Michael Porter, notamment « la chaîne de valeur » et « l'avantage compétitif par les coûts ou par la différenciation ».

L'analyse de l'attrait du secteur fondée sur le modèle de Porter permet d'évaluer le potentiel de création de valeur d'une entreprise dans un secteur. Porter identifie cinq forces fondamentales : l'intensité concurrentielle, la menace de nouveaux entrants, la menace de produits et de technologies de substitution, le pouvoir de négociation des fournisseurs, le pouvoir de négociation des clients. Plus l'intensité de ces forces est élevée, plus la rentabilité potentielle de l'activité est faible. Parallèlement, l'entreprise doit évaluer sa position concurrentielle dans le secteur et plus précisément sur les segments de ce secteur. Il résulte de cette double analyse l'identification d'un avantage concurrentiel (ou de son absence) qui peut être réalisée au moyen de la chaîne de valeur de Porter (1986). Ainsi, l'avantage concurrentiel générateur de marge peut se trouver dans chaque activité interne de l'entreprise, qu'elle soit une activité directement liée à la production (logistique interne ou externe, opérations, marketing et ventes, services) ou une activité de soutien (infrastructure de l'entreprise, gestion des ressources humaines, développement de la technologie, approvisionnement). Cet avantage concurrentiel permet de générer des leviers de création de valeur au sens financier du terme (taux de croissance du chiffre d'affaires, marge opérationnelle, investissement en BFR, investissement en immobilisations, coût du capital par exemple) qui conduisent à l'estimation de la création de valeur induite. « *A rebours, cette création de valeur évalue la qualité de l'avantage concurrentiel et de la stratégie adoptée* » (Caby et Hirigoyen).

In fine, on pourrait donc envisager que les stratégies d'action politique soient assimilables à la recherche d'un avantage concurrentiel.

1.2.2. Une influence incertaine

Le lien entre lobbying et création de valeur n'est pourtant pas assuré, et ce, à un double titre. En amont, la stratégie peut choisir d'autres objectifs que la création de valeur pour l'actionnaire. En aval, il n'est pas certain qu'une action politique, destinée à accroître la performance de l'entreprise, se traduira par un succès. Certains mettent en avant l'incapacité d'une entreprise à agir sur son environnement.

a. Les limites de l'objectif de création de valeur

Outre ses limites liées à la non prise en compte de la performance sociale et à la technicité de certains des modèles de calculs, il convient de reconnaître que l'approche par la valeur repose sur des hypothèses théoriques fortes. De manière générale, les références à la création de valeur s'inscrivent dans le paradigme de la théorie néo-classique. « *Elles recourent aux hypothèses et aux raisonnements de la théorie économique et financière néo-classique : les marchés financiers sont supposés concurrentiels et efficaces ; ils sont dominés par des agents rationnels qui cherchent à maximiser la rentabilité de leur investissement sous contrainte de risque. Dans le cadre ainsi défini, la maximisation de la richesse des actionnaires est l'objectif assigné à l'analyse stratégique.* » (Bessire, 1999)

En particulier, l'hypothèse de la rationalité parfaite, qui ne se conçoit que dans un environnement certain avec une information parfaite, est rarement avérée dans la pratique. Dès lors, deux éléments pourraient remettre en cause l'automatisme du lien entre stratégie et création de valeur. En premier lieu, l'actionnaire confie au dirigeant de l'entreprise le soin de concevoir et de mettre en œuvre la stratégie de création de valeur. Il y a donc dans l'approche

par la valeur établissement d'une relation d'agence (Caby et Hirigoyen, 2001). Or, dans le cadre d'un environnement incertain ou d'une imperfection de l'information, les actionnaires peuvent manquer de moyens de contrôle et d'incitation. Par ailleurs, hors de la rationalité parfaite, les intérêts du dirigeant peuvent être différents de ceux des actionnaires (enrichissement personnel à court terme ou prestige médiatique par exemple). In fine, le dirigeant peut être amené à adopter des comportements déviants en contradiction avec l'objectif de maximisation de la richesse actionnariale.

b. Les limites de l'influence de la stratégie sur l'environnement

La remise en cause de l'hypothèse de la rationalité parfaite situe les limites du lien « stratégie/création de valeur » au sein de l'entreprise (ou du moins de ses proches parties prenantes comme les actionnaires et les salariés). Pourtant, il est également possible de considérer le rôle de l'environnement de l'entreprise dans un sens plus large. Une partie du corpus de la théorie des organisations met en lumière le contrôle de l'environnement sur les entreprises. Pour les tenants de la dépendance des ressources et du néo-institutionnalisme, l'entreprise peut interagir avec son environnement : les résultats des stratégies peuvent être modifiés. En revanche, l'écologie des populations nie tout volontarisme organisationnel : les stratégies sont sans effet.

Nous avons également souligné précédemment, l'importance de l'environnement (et en particulier de « l'environnement hors marché » décrit par Baron, 1995) pour les stratégies de lobbying. En effet, les actions politiques des entreprises n'existent que par, et pour, la prise en compte d'un environnement déterminé en partie par la décision publique. Dès lors, on pourra s'interroger plus avant dans notre analyse empirique sur la nature de l'environnement du lobbying (pays étudiés par exemple) et sur son influence sur les résultats des actions politiques des entreprises : la création de valeur en est-elle différente ?

1.3. LES ETUDES D'EVENEMENT : UNE METHODE ISSUE DE LA FINANCE DE MARCHE POUR EVALUER LA CREATION DE VALEUR DES ACTIONS STRATEGIQUES, Y COMPRIS DANS L'ENVIRONNEMENT POLITIQUE

La méthode des études d'événement est issue des techniques financières. Pour autant, son champ d'application n'est pas limité à la finance. Le recours aux études d'événement apporte de nombreuses opportunités de recherche en stratégie.

1.3.1. Des études traditionnelles en finance et plus novatrices en stratégie

Jusqu'à présent, ce sont surtout des événements de nature financière qui étaient analysés par cette méthode : annonce des résultats, fusion, variation des taux d'intérêt, changement des dirigeants. Un bon exemple de cette utilisation classique des études d'événement est l'article de Chatterjee (1992).

Un exemple d'étude d'événement de nature financière, Chatterjee, 1992

<p>Il s'agit pour l'auteur d'identifier les processus par lesquels le rachat d'une entreprise est à même de générer des gains. Il effectue une étude d'événement sur un large échantillon d'entreprises ayant été la cible d'une OPA ainsi que les concurrents de ces dernières. L'événement étudié de nature éminemment financière est l'annonce officielle de l'OPA. Les résultats sont significatifs : on mesure une perte de valeur pour les acquéreurs et une création de valeur pour l'entreprise ciblée et les concurrents quand ils se restructurent. Les conclusions de l'auteur permettent d'orienter la politique financière de l'entreprise : en publiant de l'information, l'entreprise</p>
--

offrante peut créer de la valeur dans l'industrie de l'entreprise ciblée, mais rien ne dit qu'elle en crée pour elle ; on peut donc s'interroger sur l'intérêt d'une stratégie de diversification par les acquisitions d'entreprises.

Cependant, l'utilisation des études d'événement par d'autres disciplines de sciences de gestion, comme le management ou la stratégie, nous paraît pouvoir apporter un angle de recherche utile et novateur.

On en voudra pour preuve en France les recherches de Hubler et Schmidt (1998). Ils effectuent une étude d'événement en France de 1992 à 1996 afin de mesurer les conséquences boursières des décisions en matière de ressources humaines. Les événements repérés sont d'ordre stratégique et managérial : suppressions d'emploi, chômage technique, créations d'emplois, nomination ou démission de dirigeants, accords salariaux ou sur le temps de travail, grèves. Dans ce cadre, Hubler et Schmidt constatent bien des effets significatifs de leurs événements sur les rendements boursiers des entreprises concernées.

De manière plus générale, Mc Williams et Siegel (1997) citent des études ayant été menées sur des événements endogènes à la firme comme le désinvestissement d'Afrique du Sud, des changements dans le contrôle de l'entreprise, une modification de la spécialisation des activités, le remplacement des dirigeants, la mise en place de programmes de discrimination positive (« affirmative action »), des licenciements ou des fermetures d'usines, des actions illégales de l'entreprise, l'abandon de certains produits, des modifications au sein du service clients, des programmes de diversification, des décisions d'investissements stratégiques, la formation d'alliance inter entreprises. Ils ont aussi noté différentes recherches concernant des événements exogènes à l'entreprise : la mise en place d'une législation majeure, la nomination de dirigeants à des postes ministériels ou encore le décès des dirigeants des sociétés.

1.3.2. Des études d'événement sur des sujets liés à la sphère publique et politique de l'entreprise

Un tableau synoptique développé ci-après résume six articles fondateurs en la matière. Ils reposent sur l'hypothèse commune de l'adéquation des études d'événement à des décisions liées à la sphère publique.

a. Des événements politiques externes à l'entreprise

Nous pouvons citer par exemple l'étude menée par Jacobson (1994) qui teste la réaction des investisseurs à deux tentatives législatives du Congrès américain de contrôler les coûts des dépenses de santé. La première loi sur le développement de la planification et des ressources nationales en matière de santé date de 1974 et représente le point culminant d'une approche régulationniste de la santé. La deuxième, les amendements sur la sécurité sociale, tentait au contraire de stimuler la libre concurrence comme source essentielle de contrôle. Pour ce faire, le chercheur a identifié les dates d'événement (cinq pour la première loi et quatre pour la seconde) dans trois journaux de référence : *The Congressional quarterly*, *Wall street journal index* et *Washington post index*. Elle a ensuite sélectionné un échantillon de firmes (20 pour 1974 et 18 pour 1983) dont les activités principales étaient liées à la santé et qui n'avaient pas subi d'autres événements significatifs durant la période de référence. Les mesures ont démontré qu'il n'y avait pas de variations significatives des cours de bourse après les événements dans les deux cas. L'auteur en a conclu que les investisseurs avaient anticipé l'inefficacité de ces deux lois (et donc qu'elles étaient sans conséquence sur la création de valeur actionnariale).

Jacobson (1994) évoque également trois autres études d'événements de nature politique et externes à l'entreprise : Hugues, Magat et Ricks (1986) sur les conséquences de la loi

« OSHA Cotton Dust Standards » ; Lenway, Rehbein et Starks (1990) sur l'impact du protectionnisme ; Schewert (1981) sur les effets généraux de la régulation.

Nous avons pour notre part noté l'existence d'études diverses portant sur les conséquences de décisions d'une cours suprême en matière d'OPA hostile (Ryngaert, 1989) ou de fusions (Mc Williams, Turk et Zardkoochi, 1993). En outre, Bhagat et Romano (2001) passent en revue de nombreuses études d'événement concernant les conséquences de nouvelles lois ou règlements sur les entreprises américaines.

b. Des événements politiques internes à l'entreprise

L'étude de Davidson, Worrell et Lee (1994) s'intéresse, par exemple, aux réactions du marché suite à l'annonce de comportements illégaux des entreprises. En particulier, ces chercheurs ont mis en évidence une réaction négative du marché à l'annonce de corruption, d'évasion fiscale et de violation d'engagements avec le gouvernement. De même, Bhagat et Romano (2001) retrouvent dans des études précédentes l'existence de rendements anormaux négatifs lorsqu'une entreprise participe à un procès (qu'elle soit attaquant ou défendeur).

Cependant, dans cette perspective interne, nous n'avons jamais rencontré d'étude d'événement portant sur les actions de lobbying des entreprises. C'est pourquoi, il est utile se s'interroger sur la légitimité du recours à cette méthodologie au sein de notre étude.

Tableau synoptique de la littérature sur les études d'événement de nature politique

Références	Sujet	Problématique	Méthode	Résultats
Bhagat et Romano, 2001, a	L'application de la méthode de l'étude d'événement aux effets des lois et règlements concernant les entreprises	Quels sont les résultats et la validité des applications de l'étude d'événement dans ce domaine ?	Revue de la littérature américaine	Les études d'événement produisent des effets significatifs (de sens différents suivant les cas) pour la mesure des conséquences des modifications réglementaires ou législatives concernant les entreprises
Bhagat et Romano, 2001, b	L'application de la méthode de l'étude d'événement aux effets des procédures judiciaires concernant les entreprises	Quels sont les résultats et la validité des applications de l'étude d'événement dans ce domaine ?	Revue de la littérature américaine	De manière générale, les procédures juridiques n'augmentent pas la valeur boursière des entreprises qui y participent (attaquant ou défendant)
Davidson et Worrell, 1994	Etude des conséquences de l'annonce de comportements illégaux des entreprises	Cette décision a-t-elle été défavorable aux entreprises concernées en terme de performance boursière ?	Etude d'événement concernant 535 annonces d'illégalités réalisées par des entreprises aux Etats-Unis dans les années 1970 et 1980	Un effet négatif est analysé pour les comportements de corruption, d'évasion fiscale et de violation d'engagements avec le gouvernement
Jacobson, 1994	Etudes des conséquences de la réglementation des dépenses de santé par le Congrès américain	Cette décision a-t-elle été défavorable aux entreprises concernées en terme de performance boursière ?	Etude d'événement concernant deux lois (the national health planning and resources development act, 1974 et the social security amendments, 1983)	Deux types d'effets sont observés : positifs pour les entreprises importantes et négatifs pour les entreprises ayant connu précédemment un taux de croissance des profits
Mc Williams, Turk et Zardkoohi, 1993	Etude des conséquences d'une décision défavorable d'une cour suprême en matière de fusion	Cette décision a-t-elle été défavorable aux entreprises concernées en terme de performance boursière ?	Etude d'événement concernant les décisions de la cour suprême des Etats-Unis dans les années 1960 et 1970	Un effet négatif est globalement analysé
Ryngaert, 1989	Etude des conséquences d'une décision défavorable d'une cour suprême en matière d'OPA hostile	Cette décision a-t-elle été défavorable aux entreprises concernées en terme de performance boursière ?	Etude d'événement concernant deux décisions de la cour suprême du Delaware de 1986	Un effet négatif est globalement analysé

2.L'EVALUATION DES ACTIONS STRATEGIQUES DE LOBBYING : EXEMPLE D'UNE NOUVELLE APPLICATION DES ETUDES D'EVENEMENT ET DE SES LIMITES

Nous avons constaté précédemment que le recours aux études d'événements était une pratique solidement établie, en finance comme en stratégie. Pourtant, à notre connaissance, cette méthode n'a jamais été utilisée pour des événements constitués par des actions politiques d'entreprises. C'est pourquoi, il convient de souligner la légitimité d'une telle application avant d'en préciser la mise en œuvre concrète.

2.1. POURQUOI APPLIQUER LES ETUDES D'EVENEMENT AU LOBBYING ?

L'application des études d'événement au lobbying est justifiée à un double titre. Sur le fond, le sujet se prête à la méthode. Sur la forme, le cadre de la recherche respecte les conditions nécessaires à la mise en œuvre d'une étude d'événement.

2.1.1. Une application cohérente avec l'esprit des études d'événement

a. Un événement stratégique difficile à évaluer sur le long terme

De manière générale, lorsqu'il s'agit de mesurer l'impact d'objets de recherche difficiles à quantifier voire à identifier, la méthode de l'étude d'événement apporte une évaluation du phénomène tout à fait souhaitable. En raison de leur aspect souvent confidentiel et officieux, les actions politiques des entreprises répondent à ce critère. Plus précisément, cette étude nous renseignera sur les effets immédiats d'une action de lobbying alors que les données économiques et financières que l'on pourrait utiliser sur trois à cinq ans nous placeraient dans une perspective de plus long terme. Or, sur le long terme, il devient très difficile d'isoler les effets de la seule action politique sur la performance de l'entreprise parmi le grand nombre d'autres décisions stratégiques. Avant nous, Davidson et Worrell (1994) ont démontré que les données comptables (« Return on equity » et « Return on assets » dans leur cas) ne permettaient pas de saisir les effets immédiats de certains événements (infractions des sociétés ici) alors que l'étude d'événement les mettaient en exergue (impact négatif sur le cours de bourse dans l'étude citée).

b. Un événement stratégique qui concerne les actionnaires

Mc Williams et Siegel (1997) ont mis en cause la validité d'études d'événement sur la responsabilité sociale de l'entreprise car cette dimension stratégique a des conséquences sur toutes les parties prenantes des entreprises (« les stakeholders »). A l'opposé, notre étude concerne uniquement les conséquences du lobbying sur la valeur pour les actionnaires (« les shareholders »). Nous souhaitons étudier in fine les relations entre le lobbying des entreprises et leur création de valeur, approchée par la variation de leur cours de bourse. L'utilisation de la méthode de l'étude d'événement destinée à mesurer l'influence des actions politiques des entreprises sur leur cours de bourse est donc appropriée.

2.1.2. Une application qui respecte les hypothèses sous jacentes aux études d'événement

Il convient dès lors de vérifier que notre sujet remplit bien les conditions d'un bon usage des études d'événement. On pourra se référer aux précautions sur les hypothèses énoncées par Mc Williams et Siegel (1997) et détaillées précédemment.

a. Première hypothèse : l'efficacité des marchés

La première hypothèse, à savoir la reconnaissance de l'efficacité des marchés ne semble pas poser de problèmes particuliers. L'encadrement et l'ouverture des marchés boursiers français et anglais leur permettent aujourd'hui de vérifier au moins les conditions de l'efficacité semi-forte au sens de Jensen. Ils reflètent l'ensemble des informations officiellement disponibles (l'efficacité forte englobe les informations officieuses). Or, en repérant les événements dans la presse nous ne faisons que reporter des informations officielles normalement incorporées par un marché semi-efficient.

b. Deuxième hypothèse : la non-anticipation des événements

La deuxième hypothèse doit être discutée plus longuement. En effet, il est impossible d'affirmer d'emblée que les actions de lobbying des entreprises ne sont pas anticipées par le marché. Nous pouvons distinguer trois types d'actions de lobbying :

- les actions actives (sans que l'entreprise ne tente de devancer une décision publique en cours d'élaboration) ;
- les actions anticipatrices (l'entreprise réagit avant qu'aucune décision politiques n'ait été prise) ;
- les actions passives (lorsque la décision publique est déjà entérinée).

Dans le premier cas, le marché n'a pas de raison particulière d'anticiper le lobbying si ce n'est une information officieuse dont nous tenons pas compte dans l'hypothèse de semi-efficacité des marchés. En revanche, dans les deux derniers cas, un problème se pose. En effet, l'existence d'une décision politique en cours d'élaboration où entérinée est susceptible d'annoncer une action de lobbying de la part des entreprises concernées avant que celles-ci n'en fassent l'annonce officielle. Cependant, la mise en oeuvre d'une action de lobbying suite à un stimulus politique diverge suivant les différentes entreprises concernées par un même problème. Cette irrégularité induit l'absence de comportement normal identifiable officiellement par les marchés en la matière.

c. Troisième hypothèse : l'inexistence d'événements « parasites »

La troisième hypothèse sur l'absence d'événements parasitant le lobbying est également sujette à polémique mais au même titre que l'ensemble des études d'événement qui concernent de grandes entreprises à activités multiples. En réduisant notre fenêtre d'événement, nous réduisons d'autant le risque de la multiplication de ces événements sources de confusion dans l'interprétation des résultats. Par ailleurs nous assurerons un traitement rigoureux de notre échantillon en éliminant les entreprises ayant subi d'autres événements susceptibles d'influencer leur valeur boursière sur la fenêtre déterminée.

2.2. COMMENT APPLIQUER LES ETUDES D'EVENEMENT AU LOBBYING ?

Eu égard à la nouveauté de l'application des études d'événement aux actions politiques, nous nous sommes assurés d'une rigueur particulière dans la mise en oeuvre de la méthode.

2.2.1. La détermination de l'échantillon

Nous avons considéré comme étant un événement la première annonce de l'action politique d'une entreprise et non l'action politique en elle-même, suivant en cela l'ensemble de la littérature sur la question (Hubler, 1993). Ces annonces ont été localisées dans les périodiques économiques et financiers de référence, à savoir *la Tribune* et *les Echos* en France et le *Financial Times* en Grande-Bretagne.

Les cinq précautions méthodologiques signalées par Mc Williams & Siegel (1997) au niveau de la mise en œuvre des études d'événement ont été ici respectées.

a. Premier problème : la taille de l'échantillon

Dans le cas français, sur les 510 actions politiques relevées entre 1995 et 2000 et analysées précédemment, seules ont pu être conservées les 129 actions menées par une entreprise cotée sur le marché français, soit 25,3 % de l'échantillon initial. Cependant, l'extraction sur la base de données internationale « Datastream » des différents éléments nécessaires au calcul des rendements anormaux (rendement observé et rendement théorique) n'a pas été possible pour 19 des actions retenues. L'échantillon français final se compose donc de 110 individus (soit 21,6 % de l'échantillon initial).

La même sélection effectuée dans le cas anglais aboutit à un échantillon final de 47 individus soit 27,8 % des actions répertoriées dans la base de données initiale pour 2000.

La sélection des individus de l'échantillon

Pays	Nombre d'actions dans la base de données initiale	Nombre d'actions effectuées par des entreprises cotées	Nombre d'actions retenues pour l'étude d'événement
France	510	129	110
Grande-Bretagne	169	50	47

Il est admis qu'un échantillon d'une centaine d'individus, comme c'est le cas pour les actions d'entreprises françaises, vérifie les hypothèses de normalité nécessaires à l'application de l'étude d'événement. En revanche, il nous faudra vérifier par la suite la normalité de l'échantillon anglais en raison de sa taille deux fois moins importante.

b. Deuxième problème : l'utilisation de tests de significativité

Des tests, paramétriques ou non, de significativité des résultats ont été effectués. Dans un premier temps, nous avons cherché à vérifier la normalité de l'échantillon.

Les tests de normalité d'un échantillon

1. Le calcul du coefficient de symétrie ou « skewness » indique si les observations sont réparties équitablement autour de la moyenne (le coefficient est alors nul). Une valeur absolue de ce coefficient inférieure à 1 indique une symétrie satisfaisante.
2. Le calcul du coefficient de concentration ou « Kurtosis » compare la forme de la courbe de distribution des observations à celle de la loi normale (en terme « d'aplatissement »). Une valeur absolue de ce coefficient inférieure à 1,5 indique une concentration satisfaisante.

Globalement les échantillons (totaux ou séparés entre les différents types de lobbying) se révèlent corrects du point de vue de la symétrie mais pas toujours au regard de la concentration. La première donnée suffit cependant pour qu'un test paramétrique de significativité puisse être appliqué aux résultats.

Des tests de Student ont donc été effectués pour vérifier la significativité des rendements anormaux sur un intervalle de confiance de 95 %. Nous indiquerons plutôt la significativité bilatérale « s » donnée directement par le logiciel SPSS (pour $s < 0,1$ les résultats sont considérés comme significatifs ; pour $s < 0,05$ les résultats sont considérés comme très significatifs).

Par prudence (en raison de la faible population de certains sous groupes en particulier) un test non paramétrique a également été réalisé. Il s'agit du test de Wilcoxon comparant nos échantillon à un échantillon composé uniquement de variables nulles. Cependant, dans notre cas a posteriori, ce test ne fait que confirmer les résultats des tests de Student. En outre, de manière générale, Brown et Warner (1980 et 1985) mettent en évidence la moindre pertinence des tests non paramétriques pour les études d'événement.

c. Troisième problème : la longueur de la fenêtre d'événement

Une fenêtre d'événement initiale de 11 jours a été retenue, conformément à la littérature pour un calcul quotidien des rendements anormaux :

1. 5 jours avant, ce qui est plus important que la normale, en raison des possibilités de « fuite d'information » liées à la nature politique de notre événement ;
2. le jour de l'événement relevé dans la presse comme indiqué auparavant ;
3. 5 jours après.

Il nous a semblé dangereux pour la qualité de l'étude de retenir une fenêtre plus longue dans la mesure où de nombreux événements plus « classiques », de nature financière ou stratégique par exemple, sont susceptibles de concerner les entreprises lobbyistes tout au long de leur exercice. Il convient cependant de noter que les données boursières ont été recherchées sur une fenêtre plus large [J-8, J+7] afin de se prémunir contre la présence des week-ends et jours fériés considérés comme inexistantes par souci de simplification.

In fine, les tests paramétriques évoqués précédemment nous ont permis de déterminer une fenêtre de référence sur laquelle les résultats cumulés ont un maximum de significativité : à partir de 2 jours avant la date de l'événement dans le cas français et de 4 jours avant la date de l'événement dans le cas anglais. Par la suite, nous présenterons les résultats des rendements anormaux quotidiens et des rendements anormaux cumulés moyens sur la fenêtre la plus significative soit [J-2, J+5] pour les entreprises françaises et [J-4, J+5] pour les entreprises anglaises. Il conviendra bien entendu de rechercher des explications à la différence de la longueur de la fenêtre d'événement constatée entre la France et la Grande-Bretagne.

d. Quatrième problème : les événements parasites

Généralités

Nous avons mené une recherche stricte des événements parasites afin de renforcer la validité de l'interprétation de nos résultats. Cette recherche s'est faite sur le même support d'information (pour des raisons de parallélisme des formes) que pour la recherche des événements de lobbying et ce, sur la durée de la fenêtre d'événement. Nous avons retenu comme événements parasites potentiels ceux qui avaient déjà été testés par la littérature. Une liste (évoquée précédemment) en a été établie par Mc Williams et Siegel (1997). Elle est relativement exhaustive.

Les différents types d'événements « parasites » à éliminer

1. Des événements endogènes à la firme :

le désinvestissement, des changements dans le contrôle de l'entreprise, une modification de la spécialisation des activités, le remplacement des dirigeants, la mise en place de programmes de discrimination positive (« affirmative action »), des licenciements ou des fermetures d'usines, des actions illégales de l'entreprise, l'abandon de certains produits, des modifications au sein du service clients, des programmes de diversification, des décisions d'investissements stratégiques, la formation d'alliance inter-entreprises.

2. Des événements exogènes à l'entreprise :

la mise en place d'une législation majeure, la nomination de dirigeants à des postes ministériels, le décès des dirigeants des sociétés.

Source : Mc Williams et Siegel, 1997

Un tableau des événements parasites à été dressé pour le cas anglais comme pour le cas français.

L'échantillon français

Après analyse de la presse française sur la période [J-8, J+7], il est apparu que sur les 129 actions politiques étudiées, 50 seulement provenaient d'entreprises n'ayant pas subi d'autres événements durant la période de référence. Les autres actions concernaient en revanche des entreprises ayant subi de 1 à 10 autres événements sur la fenêtre de 16 jours, soit 203 autres événements au total.

Les événements relevés étaient de différentes natures :

1. du fait de l'entreprise : *accord commercial, accroissement de la production ou lancement d'un nouveau produit, acquisitions ou cessions d'actifs, action sociale favorable ou suppressions d'emplois, annonce de résultats, modification de la structure du capital ;*
2. du fait d'acteurs externes à l'entreprise : *action de communication adverse, action judiciaire à l'encontre de l'entreprise, annonce de résultats sectoriels, OPE hostile, modification de l'environnement stratégique de l'entreprise au sens de Porter (en particulier nouveau client ou nouveau concurrent) ou de son environnement légal (régulation ou réglementation concernant l'entreprise).*

Les événements de nature à exclure l'action de notre échantillon étaient ceux jugés « importants » au sens qualitatif (décisifs dans la stratégie ou ne concernant pas uniquement une filiale par exemple) et quantitatif (toute une action parasitée par un grand nombre d'autres événements s'est vu éliminée). 28 événements se sont révélés significativement « parasitaires », ce qui a engendré l'exclusion de 22 actions politiques de l'échantillon (certains événements parasites significatifs pouvant concerner la même action). Cependant, l'extraction sur la base de données internationale « Datastream » des différents éléments nécessaires au calcul des rendements anormaux (rendement observé et rendement théorique) n'a pas été possible pour quelques unes des 107 actions « non parasitées ». L'échantillon français final pour l'étude d'événement « déparasitée » se compose donc de 91 actions politiques.

L'échantillon anglais

De même, après analyse de la presse anglaise sur la période [J-8, J+7], il est apparu que sur les 47 actions politiques étudiées, 22 seulement provenaient d'entreprises n'ayant pas subi d'autres événements durant la période de référence. Les autres cas concernaient en revanche des entreprises ayant subi de 1 à 4 autres événements sur la fenêtre de 16 jours, soit 38 autres événements au total.

Les événements relevés étaient de différentes natures :

1. du fait de l'entreprise : *négociations commerciales, lancement d'un nouveau produit, acquisitions ou cessions d'actifs, modification de la stratégie, annonce de résultats, changement de dirigeant, autre action de lobbying* ;
2. du fait d'acteurs externes à l'entreprise : *nouveaux concurrents, contre-attaque d'un groupe de pression, mauvaise notation d'investisseurs potentiels*.

Selon les mêmes critères que pour l'échantillon français, 13 événements ont été retenus comme significativement « parasites ». Cela a engendré l'exclusion de 10 actions politiques de l'échantillon (certains événements parasites significatifs concernaient la même action). L'échantillon anglais final pour l'étude d'événement « déparasité » se compose donc de 37 actions politiques.

Conclusions

Finalement, nous étudierons de manière parallèle l'échantillon non déparasité ou « échantillon total » (110 individus dans le cas français et 47 individus dans le cas anglais) et cet échantillon déparasité (91 individus dans le cas français et 37 individus dans le cas anglais). Il s'agit en cela de renforcer le pouvoir explicatif de nos résultats et éventuellement de juger de l'utilité de l'analyse des événements parasites au sein des études d'événement.

Taille de l'échantillon déparasité/taille de l'échantillon total

Pays	Taille de l'échantillon total	Taille de l'échantillon déparasité	Part de l'échantillon déparasité dans l'échantillon total
France	110 actions	91 actions	82,7 %
Grande-Bretagne	47 actions	37 actions	78,7 %

e. Cinquième problème : la signification des échantillons pour l'explication future des rendements anormaux

De prime abord, il convient de signaler la spécificité des échantillons de l'étude d'événement par rapport aux actions étudiées pour constituer la typologie initiale. En effet, seules des entreprises cotées ont pu être retenues. Cette sélection obligatoire est susceptible d'engendrer un biais de non-représentativité, au niveau de la taille (plus importante) et du secteur (davantage industriel) par exemple.

En revanche, il est important de constater que la part de chacune des cinq classes du modèle français est correctement respectée au sein de l'échantillon des actions politiques des entreprises françaises destiné à l'étude d'événement. Dans le cas anglais, la part de chacune des quatre classes au sein de l'échantillon de l'étude d'événement n'est pas exactement respectée dans le détail, en raison certainement du faible nombre d'actions de lobbying retenues. Cependant, l'équilibre entre le type européen (environ 40% des échantillons) et le type national (classes 2, 3 et 4) est identique.

Echantillon de l'étude d'événement et modèle de lobbying : le cas français

Classe /5	Pourcentage de la population initiale (510 individus)	Pourcentage de la population étudiée dans l'échantillon total (110 individus)	Pourcentage de la population étudiée dans l'échantillon déparasité (91 individus)
1	18,8	18,2	18,7
2	42,2	45,4	46,2
3	17,3	18,2	17,6
4	6,3	2,7	2,2
5	15,5	15,5	15,4

Echantillon de l'étude d'événement et modèle de lobbying : le cas anglais

Classe /4	Pourcentage de la population initiale (169 individus)	Pourcentage de la population étudiée dans l'échantillon total (47 individus)	Pourcentage de la population étudiée dans l'échantillon déparasité (37 individus)
1	48,5	38,3	37,8
2	11,8	2,1	2,7
3	22,4	36,2	32,4
4	17,2	23,4	27,1

2.2.2. Le calcul des rendements anormaux

En suivant l'ensemble des méthodes traditionnelles d'études d'événement, nous avons calculé le rendement anormal de chaque entreprise liée à une action politique comme étant la différence entre son rendement observé et son rendement théorique (« *qui aurait été celui de ce titre sur cette période si l'événement n'était pas survenu* », Hubler, 1993).

a. Le rendement observé

Le taux de rendement d'un actif sur une période t est généralement donné comme le taux de croissance du prix de cet actif entre la date $t-1$ et la date t corrigé du dividende de l'actif sur la même période.

Dans notre étude, nous avons émis l'hypothèse couramment admise (Hubler, 1993) que la date et le montant du dividende versé sont indépendantes de la date de survenue de l'événement « annonce de lobbying ». Ce postulat nous a permis de simplifier le mode de calcul du rendement observé (R_o) des entreprises lobbyistes i , P_{it} étant le cours de bourse de l'entreprise i au jour t : **$R_{oit} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$** .

Nous avons par la suite conservé cette formule arithmétique adaptée au temps discret de notre étude sans passer à la forme logarithmique le plus souvent utilisée pour le temps continu.

L'information nécessaire au calcul, à savoir les cours de bourse quotidiens des différentes actions sur 8 jours, a été relevée sur la base de données « Datatstream » qui fournit un historique quotidien des cours de clôture des différentes places de marché françaises et anglaises.

b. Le rendement théorique

Choix du mode de calcul

Le mode de calcul du rendement théorique est davantage soumis à discussion parmi les utilisateurs de la méthode des études d'événements.

Il existe trois méthodes de base utilisées généralement pour ce calcul (Grar, 1993 et Gillet, 1998). Le rendement théorique peut être approché par :

1. la moyenne des rendements passés de l'actif (Masulis, 1978) ;
2. le rendement d'un indice de marché (Latane et Jones, 1979) ;
3. la rentabilité espérée incluant le risque propre à l'actif estimée par le modèle de marché ou MEDAF.

Les deux premières méthodes présentent l'avantage de la simplicité en éliminant l'ensemble des inconvénients liés au calcul du bêta nécessaires à la troisième méthode ainsi que les imperfections théoriques du MEDAF dont nous ne discuterons pas plus avant.

En outre, Brown et Warner ont démontré en 1980 et 1985 que ces deux premières méthodes n'étaient pas moins performantes que la troisième, plus complexe à mettre en œuvre. Ils ont pour cela simulé de manière aléatoire à 250 reprises des événements sur un échantillon de 50 entreprises. Ils ont ensuite mesuré la fréquence avec laquelle l'hypothèse d'une absence de rendements anormaux était rejetée en fonction du niveau de rendement anormal introduit. Ce protocole est résumé dans le tableau infra construit par Husson d'après Brown et Warner (1980 p. 215 et 1985 p. 13). On constate bien que le pourcentage de rejet est relativement similaire entre les trois méthodes.

Tableau des fréquences de rejet d'une absence de rendements anormaux en fonction du % de rendement anormaux effectif (RA)

Méthode de calcul des rendements théoriques	Données mensuelles			Données journalières		
	RA= 0%	RA=1%	RA=5%	RA= 0%	RA=1%	RA=5%
1° Moyenne historique	4	26,0	100	6,4	75,6	99,6
2° Indice de marché	3,2	19,6	100	4,8	79,6	99,6
3° Modèle de marché incluant le risque	4,4	22,8	100	4,4	80,4	99,6

Source : Brown et Warner (1980, 1985)

Parmi les deux premières méthodes, nous avons en particulier choisi de recourir à celle de l'indice de marché qui présente plusieurs avantages sur celle de la moyenne historique :

1. une absence de calculs sur des périodes antérieures ou postérieures à l'événement pour estimer la norme ;
2. une meilleure robustesse des fréquences de rejet d'une absence de rendements anormaux pour les données journalières (utilisées dans notre étude), particulièrement en cas d'absence de rendement anormal (4,8 contre 6,4 pour la première méthode) ou d'un rendement faible (1%) ;
3. un plus grand réalisme quant aux conditions de marché.

En effet, la première méthode suppose un bêta nul pour chaque entreprise. Or, le calcul des bêtas des actifs sur 250 jours, 10 jours avant le début de chaque fenêtre d'événement comme le prescrit l'ensemble de la littérature, donne des résultats très différents. A l'origine, nous avons effectué ces calculs par rapport à deux indices de marché différents (I6 et I3), un résumé statistique est présenté ci-dessous pour les échantillons totaux français et anglais (les résultats étaient similaires pour les échantillons déparasités).

Statistiques sur les bêtas des entreprises des échantillons français et anglais par rapports aux indices de référence I3 et I6.

Statistique	France : Béta I3	France : Béta I6	Grande-Bretagne : Béta I3	Grande-Bretagne : Béta I6
Moyenne	0,885046	0,843056	0,7668	0,7526
Erreur std. de la moyenne	4,65536E-02	3,82997E-02	8,384E-02	6,558E-02
Médiane	0,960000	0,995333	0,81	0,9500
Mode	1,15	1	1,13	1
Ecart-type	0,486034	0,398022	0,5748	0,4496
Variance	0,236229	0,158421	0,3304	0,2021
Minimum	-0,3900	-0,0900	-0,16	-0,16
Maximum	2,8400	1,6300	1,8	1,80

Ce tableau semble plaider en faveur de l'utilisation de la seconde méthode qui repose sur le postulat d'une corrélation parfaite entre les actifs et leur marché de référence (bêtas proches de 1).

Choix de l'indice de référence

Afin d'affiner nos calculs, nous avons finalement choisi de recourir à un rendement de marché plus fin qu'un simple indice global (comme l'est le CAC 40 pour le marché français). En effet, certains auteurs (Hubler, 1993 ; Hachette, 1994) préconisent de ne pas prendre tous les titres du marché mais de sélectionner un portefeuille en fonction du risque, du secteur d'activité ou d'autres critères. L'écueil à éviter est la construction d'un portefeuille trop lié au titre à comparer (de taille trop peu importante ou touché massivement par l'événement étudié par exemple).

Notre critère de sélection a été le secteur d'activité des entreprises. On pourra étayer ce choix par l'étude de Schmalensee qui démontrait en 1985 que 75% des variances des résultats des entreprises étaient expliquées par « l'effet branche » (l'appartenance sectorielle). La variable sectorielle nous a semblée adaptée car tout à la fois discriminante mais suffisamment générale pour ne pas engendrer des indices trop peu importants ou corrélés aux actifs étudiés.

En définitive, nous avons pu extraire sur la base de données « Datastream » les valeurs journalières des indices sectoriels FTSE qui sont aujourd'hui la norme internationale en la matière.² Les données de secteurs sont pondérées par la capitalisation boursière. Elles sont calculées à partir d'une liste représentative d'action. Nous avons utilisé deux types de données sectorielles : des indices dits de niveau 6 (I6), à savoir les plus détaillées et découpant le marché en 67 secteurs différents, et des indices dits de niveau 3 (I3), les moins détaillés et séparant les actions en 10 groupes sectoriels.

Ces indices sectoriels devaient être suffisamment liés aux entreprises étudiées pour représenter leur comportement « normal » (béta le plus proche possible de 1). Cependant, ces indices devaient également être constitués de valeurs de référence suffisamment variées pour que l'entreprise lobbyiste n'y occupe pas un poids trop important. Cela aurait en effet annulé tout calcul de rendement anormal entre la valeur de l'entreprise lobbyiste et celle de l'indice sectoriel associé. C'est pourquoi, outre le calcul des bêtas, nous nous sommes intéressés au poids de la capitalisation boursière de chacune des entreprises étudiées au sein de l'indice sectoriel associé, en niveau 3 comme en niveau 6. Comme on pouvait s'y attendre, de part sa construction moins détaillée l'indice 3 se révèle plus satisfaisant à cet égard. Le tableau infra donne quelques indications plus précises pour le cas français.

² Euronext s'est converti à ces indices depuis le premier janvier 2002.

Ainsi, en prenant comme référence l'indice I3, plus de la moitié des valeurs de l'échantillon représentent moins de 10% de la valeur de l'indice sectoriel lié contre 30% en prenant comme référence l'indice I6. Surtout, dans ce dernier cas, la moyenne du poids des entreprises lobbyistes dans le calcul de l'indice sectoriel est de 49%, ce qui signifie une forte influence des variations boursières des entreprises sur la valeur de leur indice et réduit d'autant la portée de l'étude des rendements anormaux. En revanche, pour l'indice de niveau 3, la moyenne du poids des entreprises lobbyistes dans le calcul de l'indice sectoriel n'est que de 13,2%, ce pourcentage est en outre majoré par quelques cas isolés (le dernier centile).

De même, dans le cas anglais l'indice I3 est plus satisfaisant. En effet, sur les 47 individus de l'échantillon, 8 entreprises ne sont pas incluses dans le calcul de I3, 30 entreprises représentent moins de 10% de la valeur boursière de cet indice et seules 9 entreprises représentent entre 10 et 50% de cette valeur (ce cas extrême ne concerne que trois individus). En moyenne le poids capitalistique des sociétés étudiées au sein de leur indice sectoriel de niveau 3 associé est de 8%. En revanche, pour l'indice plus détaillé dit de niveau 6, 8 entreprises ne sont pas prises en compte dans le calcul de l'indice mais 5 sont la seule valeur de référence de l'indice. En outre, seules 5 entreprises représentent moins de 10% de la valeur capitalistique de l'indice sectoriel I6 associé. La moyenne globale de 34% pour les 47 cas étudiés.

En conclusion, pour des niveaux de bêtas relativement similaires, nous avons préféré le recours aux indices de référence dits de niveaux trois. Leur construction correspond mieux aux objectifs de l'étude d'événement qui sont de mettre en évidence l'existence de rendements anormaux entre le rendement théorique et le rendement observé d'une entreprise.

Statistiques appuyant le choix de l'indice de référence : l'exemple français

Statistiques sur le poids de la valeur dans la composition de l'indice sectoriel lié		Indice 3	Indice 6
Moyenne		0,1320	0,4250
Médiane		0,05	0,49
Mode		0	0
Ecart-type		0,1870	0,3381
Variance		0,03495	0,1143
Centiles	10	0	0
	20	0	0
	30	0,02	0,05
	40	0,03	0,35
	50	0,05	0,49
	60	0,16	0,52
	70	0,16	0,70
	80	0,19	0,75
	90	0,2980	0,86

2.3. LES RESULTATS DE L'ETUDE D'EVENEMENT SUR LES ACTIONS STRATEGIQUES DE LOBBYING DES ENTREPRISES FRANÇAISES ET ANGLAISES : UTILITE ET LIMITES DE LA METHODE

2.3.1. Les résultats de l'étude d'évènement

a. Pour les entreprises françaises

Les rendements boursiers anormaux liés aux 110 actions de lobbying françaises retenues sont calculés sur une fenêtre de 8 jours déterminée précédemment. Il convient d'interpréter le volume de ces résultats mais aussi leur significativité. Une présentation globale n'est pas suffisamment pertinente. C'est pourquoi, nous avons dans un second temps scindé les rendements anormaux en cinq groupes suivant les stratégies de lobbying adoptées par les entreprises françaises.

France : les rendements anormaux quotidiens moyens de l'échantillon

Jour	RAM échantillon total	significativité	RAM échantillon déparasité	significativité
J-2	2,54532	0,24469556	3,08197	0,20400459
J-1	2,13939	0,22034317	1,21427	0,4876306
J	-0,24956	0,87573913	-0,69926	0,67377112
J+1	1,40608	0,40177804	1,23193	0,50495568
J+2	-0,64417	0,61845755	-0,87299	0,56048562
J+3	-1,36403	0,37503534	-1,15335	0,48055682
J+4	0,11982	0,94646431	2,01528	0,27316352
J+5	-0,65042	0,6593225	-0,8737	0,59299847

France : les rendements anormaux moyens cumulés de l'échantillon

Jour	RAMC échantillon total	significativité	RAMC échantillon déparasité	significativité
J-2	2,54532	0,24469556	2,97872	0,22030041
J-1	4,68471	0,10649913	4,21008	0,18614649
J	4,43515	0,12040516	3,41155	0,277882
J+1	5,84123	0,05128368	4,51762	0,18951522
J+2	5,19706	0,08377092	4,04032	0,24252074
J+3	3,83303	0,25008594	2,69001	0,46858837
J+4	3,95284	0,29798083	4,6632	0,28438894
J+5	3,30243	0,3680418	3,83703	0,35038141

De prime abord, il apparaît peu de différences dans l'allure des courbes et la significativité des résultats entre l'échantillon total et l'échantillon déparasité. Les rendements anormaux quotidiens et cumulés sont dans les deux cas de même signe et de même ampleur (à l'exception peut-être de J+4 au quotidien). Cela peut s'expliquer par une compensation interne des rendements anormaux des événements parasites. Par la suite, nous vérifierons que le même phénomène existe dans les sous échantillons étudiés. Si c'est le cas, nous analyserons de manière détaillée uniquement les résultats de l'échantillon total.

Les rendements anormaux quotidiens ne sont pas significativement différents de zéro. On peut toutefois les commenter dans l'absolu. On observe une création de valeur essentiellement autour de la date de l'événement (J-2, J-1, J+1) qui décroît par la suite³. De manière générale, l'annonce d'une action de lobbying produit des rendements anormaux de faible ampleur (de l'ordre du millièm). Par exemple pour l'échantillon total, le rendement maximal est de +2,5 millièmes en J-2 et le rendement minimal est de -1,3 millièmes en J+3.

³ Le point J en léger décrochage par rapport mouvement de la courbe peut être considéré comme un point aberrant.

Cet événement serait donc perçue par le marché comme un élément stratégique de moindre importance.

L'étude des rendements anormaux cumulés est légèrement plus significative. De J-1 à J+2 en particulier les rendements anormaux cumulés sont significativement différents de zéro. Il y a, sur la fenêtre d'événement, une légère création de valeur qui culmine autour de la date de l'événement (5,8 millièmes en J+1). En outre, comme nous l'avions supposé en raison de la nature politique le l'événement, il semble qu'il y ait des « fuites » d'information antérieures à l'annonce du jour J.

Le tableau ci-dessous permet de synthétiser l'information concernant la création de valeur attachée à chaque type de lobbying du cas français. Les rendements anormaux cumulés sont donnés pour le jour de la fenêtre d'événement qui nous a semblé être le plus révélateur de la tendance générale pour chaque style d'action politique.

Types d'action politique des entreprises françaises et création de valeur

Type d'action politique	Nombre d'individus	Rendements anormaux cumulés	Date	Significativité
Action internationale	20	-17,3 ^{°/°°}	J+4	Résultats significatifs
Action européenne	20	+27,9 ^{°/°°}	J+4	Résultats significatifs
Action nationale construite	17	-4,1 ^{°/°°}	J+3	Résultats non significatifs
Action nationale subie	50	+3,8 ^{°/°°}	J+5	Résultats non significatifs
Action locale	3	+32 ^{°/°°}	J+2	Résultats peu significatifs et à interpréter avec prudence

Ainsi, l'influence du lobbying français ne serait pas univoque

Une interprétation stricte de l'étude d'événement du lobbying français nous amène à ne retenir une influence significative en terme de création de valeur que dans deux cas :

1. l'action européenne contribuerait à la création de valeur de l'entreprise lobbyiste ;
2. l'action internationale contribuerait à la destruction de valeur de l'entreprise lobbyiste.

Par ailleurs, et bien que le résultat ne puisse être généralisé en raison de la faible taille du sous groupe, les trois actions politiques de type local semblent contribuer à la création de valeur des entreprises concernées. En revanche, les deux stratégies de lobbying au niveau national ne produisent pas d'effets réellement significatifs.

b. Pour les entreprises anglaises

Grande-Bretagne : les rendements anormaux quotidiens moyens de l'échantillon

Jour	RAM échantillon total	significativité	RAM échantillon déparasité	significativité
J-4	-6,671521	0,03337845	-6,597665	0,06444364
J-3	0,641982	0,84812815	0,0383586	0,99192946
J-2	-2,740111	0,38210264	-5,307328	0,15791663
J-1	-4,952433	0,22639391	0,59429	0,88508014
J	0,228446	0,96346649	0,235781	0,96759229

J+1	4,588446	0,17498412	1,094567	0,74320715
J+2	4,216446	0,29527749	4,153274	0,38202646
J+3	-3,974774	0,31744546	-2,622463	0,58672475
J+4	-2,988971	0,44404902	-3,786299	0,27060158
J+5	-3,811685	0,2770973	-4,347029	0,2605231

Grande-Bretagne : les rendements anormaux moyens cumulés de l'échantillon

Jour	RAMC échantillon total	significativité	RAMC échantillon déparasité	significativité
J-4	-6,671521	0,13157438	-6,597665	0,06444364
J-3	-6,029539	0,19923481	-6,559306	0,20956552
J-2	-8,76965	0,06908978	-11,866634	0,05455785
J-1	-13,722083	0,00726374	-11,272344	0,07681044
J	-13,493637	0,22010864	-11,036563	0,2167167
J+1	-8,905192	0,236503	-9,941996	0,35903922
J+2	-4,688746	0,22634682	-5,788722	0,66863226
J+3	-8,66352	0,26823656	-8,411185	0,59978018
J+4	-11,652491	0,10437255	-12,197484	0,46097748
J+5	-15,464175	0,09403138	-16,544513	0,3225203

Comme dans le cas français, il apparaît peu de différence dans l'allure des courbes et dans la significativité des résultats entre l'échantillon total et l'échantillon déparasité, à l'exception du rendement quotidien pour le jour J-1 (faiblement négatif pour l'échantillon total et faiblement positif pour l'échantillon déparasité). Cela s'explique peut-être par une compensation interne des rendements anormaux des événements parasites et ce, malgré la faible taille de notre échantillon⁴. Par la suite, nous vérifierons que dans les sous échantillons étudiés le même phénomène existe.

Les rendements anormaux quotidiens sont faiblement significatifs à l'exception de J-4. On peut toutefois les commenter dans l'absolu. On observe une création de valeur uniquement autour de la date de l'événement (J, J+1, J+2). L'annonce d'une action de lobbying produit des rendements anormaux de faible ampleur (de l'ordre du millième). Par exemple pour l'échantillon total, le rendement maximal est de +4,6 millièmes et le rendement minimal est de -6,8 millièmes. Cette annonce serait donc perçue par le marché comme un élément stratégique de moindre importance.

L'étude des rendements anormaux cumulés est légèrement plus significative (J-2, J-1, J+4, J+5 en particulier). Il y a, sur la fenêtre d'événement, une faible destruction de valeur qui culmine autour de la date de l'événement (-13,5 millièmes à J-1 et J). En outre, comme dans le cas français, il semble qu'il y ait des « fuites » d'information que nous attribuerons dans un premier temps à la nature politique de l'événement.

Le tableau ci-dessous permet de synthétiser l'information concernant la création de valeur attachée à chaque type de lobbying du cas anglais. Les rendements anormaux cumulés sont donnés pour le jour de la fenêtre d'événement qui nous a semblé être le plus révélateur de la tendance générale pour chaque style d'action politique.

Types d'action politique des entreprises anglaises et création de valeur

Type d'action politique	Nombre d'individus	Rendements anormaux cumulés	Date	Significativité
Action européenne	18	+26,6°/°°	J+3	Résultats moyennement significatifs

⁴ On considère généralement que ce phénomène se produit pour un échantillon de plus de 100 événements.

Action nationale non structurée	17	-37,1°/°°	J+5	Résultats significatifs
Action nationale structurée et construite	1	-319,5°/°°	J+4	Résultats à interpréter avec prudence
Action nationale structurée et subie	11	+1,8°/°°	J+3	Résultats non significatifs

Une interprétation stricte de l'étude d'événement du lobbying anglais nous amène à ne retenir une influence très significative en terme de création de valeur que dans un seul cas. L'action nationale non structurée contribuerait à la destruction de valeur de l'entreprise lobbyiste.

Cependant, à un degré différent, on peut également considérer que l'action européenne produit des effets significatifs sur la valeur des entreprises lobbyistes : elle contribuerait à une création de valeur.

Par ailleurs, et bien que le résultat ne puisse être généralisé en raison de la faible taille du sous groupe, la seule action nationale structurée et construite observée semble contribuer à la destruction de valeur de l'entreprise concernée. En revanche, on ne constate pas d'effets réellement significatifs pour la stratégie de lobbying structurée et subie au niveau national.

2.3.2. Mise en perspective des résultats : utilité et limites de la méthode pour ce thème

a. L'anticipation de l'événement : des délais à relier aux spécificités des marchés nationaux

La principale différence entre l'étude d'événement du lobbying français et celle du lobbying anglais réside dans l'anticipation de l'événement. De manière générale, les actions politiques des entreprises anglaises sont davantage anticipées que celles des entreprises françaises. Des spécificités nationales existent, en particulier sur les places financières, qui pourraient expliquer ce décalage.

Un constat : les actions de lobbying des entreprises anglaises sont davantage anticipées que celles des entreprises françaises

Nous avons choisi une fenêtre d'événement légèrement différente pour les deux études : elle commence 4 jours avant la date de l'événement en Grande-Bretagne et seulement deux jours avant en France. Le début de cette fenêtre d'événement correspond dans les deux cas à la date pour laquelle des résultats significatifs apparaissent : dans sa globalité le lobbying est anticipé négativement dès J-4 en Grande-Bretagne (-6,6°/°°) et positivement en J-2 dans le cas français (+2,54°/°°). Il semble donc que les actions politiques des entreprises soient davantage anticipées par le marché anglais que par le marché français.

Cette observation sur la totalité des échantillons est relayée par une analyse plus détaillée au sein de chaque type de lobbying commun aux deux pays :

1. le lobbying européen produit des rendements anormaux positifs dès J-2 en Grande-Bretagne mais simplement en J-1 en France ;
2. l'action nationale construite est peu ressentie par le marché français alors qu'elle est vivement anticipée par le marché anglais trois jours avant la date de l'événement ;

3. l'action nationale subie est anticipée en J-2 dans le cas français et en J-4 dans le cas anglais.

Nous avons soulevé précédemment la difficulté à fixer précisément la date de l'annonce de l'action de lobbying en raison du caractère parfois discontinu de telles actions et du temps qui peut s'écouler entre leur mise en œuvre et leur annonce officielle par voie de presse. En outre le caractère public de l'événement nous avait laissé supposer des possibilités de fuite d'information avant l'annonce officielle. C'est pourquoi, l'anticipation du lobbying par les marchés n'est pas surprenante.

En revanche, la précocité de la réaction en Grande-Bretagne suscite quelques hypothèses explicatives. En premier lieu, la plus grande légitimité du lobbying en Grande-Bretagne incite peut-être les entreprises à révéler plus facilement leurs projets avant la mise en œuvre et l'annonce officielle. Nous avons déjà développé longuement ce sujet et nous n'y reviendrons pas ici. Une deuxième hypothèse explicative émerge également. De part son histoire et son fonctionnement présent, le marché financier anglais apparaît plus efficient que le marché financier français.

Une piste d'explication : le marché boursier anglais serait plus efficient que le marché français

L'importance du London Stock Exchange est le résultat de l'histoire économique de la Grande-Bretagne. Première puissance industrielle et commerciale à la fin du XIXe siècle, elle s'est dotée d'un marché financier capable d'assurer le financement de la croissance des entreprises. Le marché a été dynamisé par la réforme des structures professionnelles du London Stock Exchange, réforme tellement profonde et violente qu'elle a été qualifiée de « Big Bang » en 1986.

En 2000, cinq marchés différents permettent à la Bourse de Londres de proposer un financement direct à un grand nombre de sociétés différentes pour un volume de capitalisation boursière de 18 390 milliards de francs et de 36 830 milliards de francs en incluant les sociétés étrangères⁵:

1. le « main market » ou marché principal qui regroupe 2428 sociétés de toutes nationalités (501 firmes internationales) et tous secteurs ;
2. « l'AIM », le marché international pour les jeunes entreprises en croissance qui concerne 612 sociétés ;
3. le « techmark », marché international pour les sociétés innovantes en matière de technologies, créé en 1999 ;
4. le « techmark mediscience » plus spécialisé dans les groupes du domaine de la santé (biotechnologies, pharmacie, technologies médicales..) ;
5. le « landmark », marché des entreprises régionales cotées en Grande-Bretagne et Irlande.

Certes, le système financier français a connu de profondes mutations dans les années 1980 caractérisées par deux lignes directrices :

1. la libéralisation des marchés de capitaux : l'encadrement du crédit est supprimé en 1987 et le contrôle des changes en 1989 ; entre 1986 et 1998, plus des trois quart des établissements financiers sont privatisés ; les marchés du crédit sont décloisonnés ;

⁵ Ces informations proviennent essentiellement du site officiel du London Stock Exchange (londonstockexchange.com)

2. la désintermédiation financière et l'ouverture du marché financier : le second marché créé en 1983 s'adresse aux entreprises moyennes ; le nouveau marché ouvert en 1996 est destiné à aider les sociétés jeunes et innovantes.

En outre, au cours de l'année 2000, la bourse de Paris a fusionné avec les bourses d'Amsterdam et de Bruxelles pour créer Euronext.

Cependant, sur la période de notre étude (1995-2000), le marché financier français demeure moins ouvert que son concurrent anglais (par exemple les conditions d'entrée sur le premier marché sont davantage restrictives). Il est également moins important en volume de capitalisation boursière (9813 milliards de francs en 1999) comme en nombre d'entreprises cotées (800 sociétés sont cotées sur le marché réglementé et 226 sur le marché libre OTC).

En conséquence, on peut supposer que le marché financier anglais dispose des informations concernant le lobbying des entreprises avant le marché financier français ce qui expliquerait le décalage perçu dans les anticipations des événements.

b. La création de valeur de l'événement : des résultats à relativiser

Un résultat global non significatif

Dans les deux cas, lorsque l'on considère la totalité des échantillons, le lobbying est perçu par le marché comme un élément stratégique de moindre importance (faible significativité des résultats). Les résultats sont globalement opposés, par exemple les rendements anormaux cumulés en J+4 sont de $-12,2\%$ en Grande-Bretagne contre $+4,7\%$ en France.

Au total, en additionnant les rendements anormaux des entreprises françaises et anglaises le même constat ressort : les résultats ne sont pas significativement différents de zéro et l'action du lobbying semble être créatrice de valeur uniquement à très court terme ($+2,4\%$ à J+1).

Les résultats du lobbying des entreprises françaises et anglaises (157 individus)⁶

Jour	RA quotidiens moyens	significativité	RA cumulés moyens	significativité
J-2	0,96306	0,59149194	0,96306	0,59149194
J-1	0,016358	0,99245466	0,97942	0,70052677
J	-0,10646	0,95412129	0,87295	0,76861804
J+1	2,35876	0,12661874	3,23172	0,32938706
J+2	0,81092	0,5892404	4,04263	0,27998539
J+3	-2,14559	0,17866915	1,89704	0,66463153
J+4	-0,81084	0,63391917	1,0862	0,81597144
J+5	-1,59678	0,27597383	-0,51058	0,9155091

Des résultats par type de lobbying cohérents entre les deux pays

En France comme en Grande-Bretagne, on constate en revanche une différenciation marquée entre les résultats des stratégies types de lobbying. Seules certaines d'entre elles présentent des rendements anormaux significativement différents de zéro (l'action internationale française, l'action européenne française, l'action européenne anglaise et l'action nationale non structurée anglaise). En outre, les trois types de lobbying communs aux deux pays génèrent des résultats cohérents.

⁶ Pour l'étude d'événement menée sur les 157 individus, dans leur globalité ou séparés par classe, la fenêtre d'événement retenue est celle pour laquelle les rendements anormaux cumulés sont les plus significatifs, à savoir [J-2, J+5].

1. L'action européenne crée de la valeur en France et en Grande-Bretagne, dans des ordres de grandeur similaires (de 20 à 30°/°), de manière cependant moins significative pour les entreprises anglaises.
2. L'action nationale construite n'est perçue de manière positive ni par le marché anglais ni par le marché français, en signalant néanmoins les difficultés d'interprétation du cas anglais sur la base d'un seul individu.
3. L'action nationale subie ne présente pas de résultats significativement différents de zéro dans les deux cas.

Dès lors, il est légitime de s'interroger sur l'existence d'un lien entre les rendements anormaux générés par le lobbying et :

1. la nationalité des entreprises lobbyistes (française ou anglaise)
2. le type de lobbying mené (que nous avons regroupé en six catégories franco-anglaises : international, européen, national non structuré, national construit, national subi, local), indépendamment du pays d'origine.

Pour chacun de ces facteurs explicatifs, une analyse de variance à un facteur (ANOVA) est réalisée. Elle met en évidence :

1. l'existence d'un lien ténu entre le pays d'origine des entreprises et leurs résultats en matière de lobbying : les différences ne sont pas significatives pour les rendements anormaux quotidiens (à l'exception de J-1) et significatives uniquement en J-1 et J pour les rendements anormaux cumulés (Fisher = 5,14 et 3,437) ;
2. l'existence d'un lien très fort entre le type de lobbying et les rendements anormaux des entreprises lobbyistes : les différences sont très significatives au niveau des rendements anormaux quotidiens de J à J+3 et au niveaux des rendements anormaux cumulés de J-1 à J+5.

In fine, il semble donc bien que ce soit le type de lobbying qui ait une influence majeure sur la réaction positive ou non du marché. Le pays d'origine des entreprises influencerait davantage, comme nous l'avons vu précédemment, le délai de réaction de ce marché.

En conclusion, nous voulions tester dans cet article l'étendue de l'utilisation de la méthodologie des études d'événement pour répondre à la question suivante : la finance de marché a-t-elle un pouvoir explicatif aussi important que celui de la finance d'entreprise concernant les décisions stratégiques de l'entreprise ?

Pour ce faire nous avons choisi un événement stratégique novateur : les actions de lobbying des entreprises. Nous avons utilisé une base de données précises existant sur les entreprises françaises et anglaises de 1996 à 2000. L'application de la méthode des études d'événement s'est voulue la plus rigoureuse possible.

Un tableau final (synthétisé ensuite sous forme de graphique) peut être dressé regroupant les résultats des trois types de lobbying nationaux et des trois dominantes « trans-nationales » différents identifiés dans notre étude⁷.

⁷ Comme précédemment, les rendements anormaux cumulés sont donnés pour le jour de la fenêtre d'événement qui nous a semblé être le plus révélateur de la tendance générale pour chaque type de lobbying.

Action politique des entreprises françaises et anglaises et création de valeur

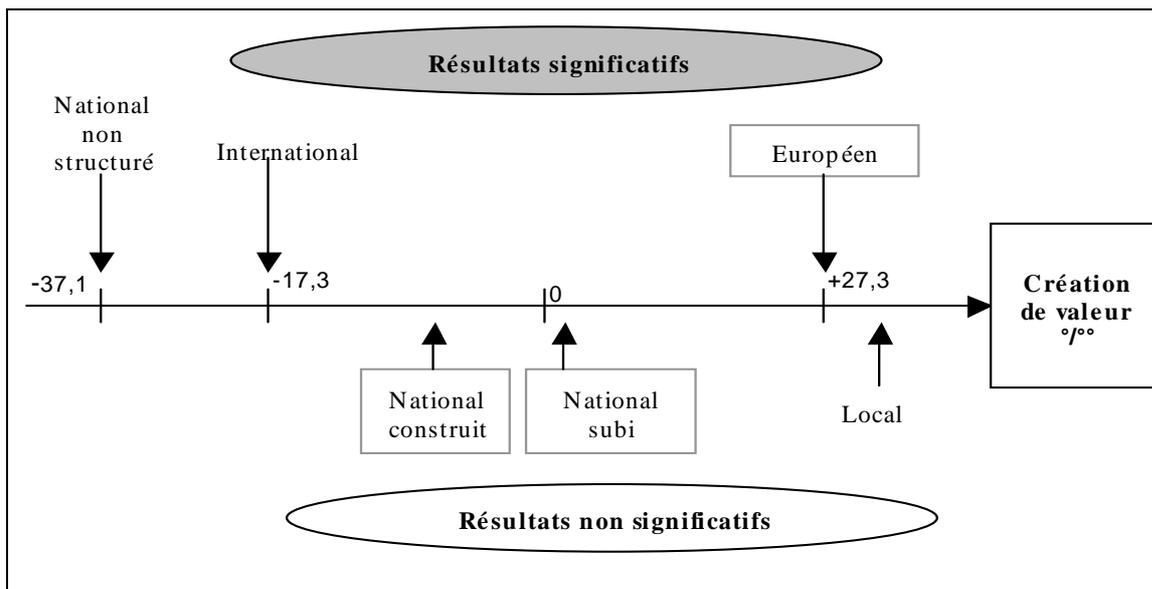
Action politique	Nombre d'individus	Rendements anormaux cumulés	Date	Significativité
Action internationale	20 (France: 20)	-17,3 ^{°/°°}	J+4	Résultats significatifs
Action à dominante européenne	38 (France : 20 GB : 18)	+27,3 ^{°/°°}	J+3	Résultats significatifs
Action nationale non structurée	17 (GB : 17)	-37,1 ^{°/°°}	J+5	Résultats significatifs
Action à dominante nationale construite	18 (France : 17 GB : 1)	-13,6 ^{°/°°}	J+4	Résultats non significatifs
Action à dominante nationale subie	61 (France : 50 GB : 11)	+1,8 ^{°/°°}	J+5	Résultats non significatifs
Action locale	3 (France : 3)	+32 ^{°/°°}	J+2	Résultats peu significatifs et à interpréter avec prudence

Trois stratégies d'action politique présentent des résultats significatifs :

1. l'action à dominante « européenne » contribuerait à la création de valeur des entreprises lobbyistes ;
2. les actions de type « international » et « national non structuré » contribueraient à détruire de la valeur chez les entreprises lobbyistes.

En revanche, les actions à dominante « nationale construite » et « nationale subie » ne semblent pas produire d'effets réels en terme de création de valeur. Les résultats de l'action locale sont difficiles à interpréter en raison du faible nombre d'entreprises concernées.

Quelle création de valeur pour quel lobbying ?



NB : Les chiffres indiqués sont ceux des rendements anormaux cumulés à partir de J-2 et relevés dans le tableau précédent dans les cas où ils apparaissent significativement différents de zéro. Cette figure a davantage une vocation ordinale que cardinale dans la mesure où les jours de relevé des rendements anormaux cumulés diffèrent pour chaque type d'action politique. En outre, les stratégies politiques européenne, nationale construite et nationale subie, entourées en grisé, ne correspondent pas réellement à des types de lobbying trans-

nationaux qui auraient été identifiés par une analyse de données internationale mais à des dominantes qui se retrouvent dans les deux pays étudiés.

Au final, il convient de relativiser l'application de la méthode des études d'événement à la stratégie de lobbying des entreprises. Nous constatons que plus de la moitié des résultats ne sont pas significatifs. Par ailleurs, dans le cas de résultats significatifs, ils sont de faible ampleur et à interpréter avec prudence. En outre, les arguments de la finance comportementale que nous ne développerons pas ici achèveraient de mettre en doute nos résultats.

Ces résultats d'une étude d'événement doivent être complétés par des ratios plus traditionnels comme des retours sur investissement ou rentabilités financières. Dans le cas des actions stratégiques, finance de marché et finance d'entreprise sont donc complémentaires.

BIBLIOGRAPHIE

- Baron D.P.**, *Business ans its environment*, Prentice Hall, Upper Saddle River, 1995.
- Bessire D.**, « De la création de valeur à sa répartition », *L'Expansion Management Review*, septembre 1999, pp. 101-106.
- Bhagat S.** et **Romano R.**, « Event studies and the law : part I : technique and corporate litigation », *Yale ICF working paper*, avril 2001.
- Brown S.** et **Warner J.**, « Using daily stock returns : the case of event studies », *Journal of financial economics*, 14, 1985, pp. 3-31.
- Brown S.** et **Warner J.**, « Mesuring security price performance », *Journal of financial economics*, 8, 1980, pp. 205-258.
- Caby J.** et **Hirigoyen G.**, *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, Paris, 2001.
- Chatterjee S.**, «Sources of value in takeovers : synery or restructuring implications for target and bidder firms », *Strategic management journal*, vol 13, 1992.
- Davidson W.**, **Lee C.** et **Worrell D.**, « The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns », *Academy of management journal*, 31, 1994, pp.979-989.
- Décaudin J.M.**, « Lobbying », in Y. SIMON et P. JOFFRE (eds), *Encyclopédie de gestion*, Economica, Paris, 1997, pp. 1773-1780.
- Farnel F.J.** (1993). *Le lobbying : stratégies et techniques d'intervention*, Editions de l'organisation, Paris.
- Gillet P.**, « Méthodologie des études d'événement : nouvelles approches », *Cahiers du CEREGE*, IAE de Poitiers, n° 165, janvier 1998.
- Hachette I.**, *Opérations financières et transfert de richesse*, PUF, Paris, 1994.
- Hirigoyen G.**, « Stratégie et finance », in Y. SIMON et P. JOFFRE (eds), *Encyclopédie de gestion*, Economica, Paris, 1997, pp. 3064-3092.
- Hubler J.** et **Schmidt G.**, « Décisions de GRH et performance boursière : existerait-il une spécificité du marché français? », *Actes du 9ième congrès de l'AGRH*, novembre 1998, pp. 627-644.
- Hubler J.**, *Etudes d'événements : une nouvelle méthodologie issue de la théorie de l'information et son application à la notation*, Thèse pour le doctorat de sciences de gestion, Université de Nancy 2, 1993.
- Hugues J.S.**, **Magat W.A.** et **Ricks W.E.**, «The economic consequences of the OSHA Cotton Dust Standards», *Journal of Law and Economics*, vol 29, 1986, pp. 29-59.
- Jacobson C.**, « Investor response to health care cost containment legislation : is American policy designed to fail ? », *Academy of management journal*, 37, 1994, pp. 440-451.
- Jean T.** (1992). « Lobbying communautaire : stratégies et modèles », *Revue française de gestion*, été 1992, p. 17-31.
- Latane H.** et **Jones C.**, « Standardized Unexpected Earnings, 1971-1977 », *The journal of Finance*, vol 34, n° 3, juin 1979, pp. 717-724.
- Lenway S.A.**, **Rehbein K.** et **Starks L.**, «The impact of protectionism on firm wealth : The experience of the steel industry», *Southern Economic Journal*, vol 56, 1990, pp. 1079-1093.
- Martinet A.C.**, *Management stratégique : organisation et politique*, Mc Graw-Hill, Paris, 1984.

- Masulis R.**, « The effects of capital structure change on security prices », *Journal of financial economics*, 8, 1980, pp. 139-178.
- Mc Williams A.** et **Siegel D.**, « Event studies in management research : theoretical and empirical issues », *Academy of management journal*, vol 40 (3), juin 1997, pp. 626-657.
- Mc Williams A.**, **Turk T.** et **Zardkoohi A.**, « Antitrust policy and mergers : the wealth effect of suprem court decisions », *Economic inquiry*, 31, 1993, pp. 517-533.
- Mintzberg H.**, « Patterns in strategy formulation », *Management science*, 1978, pp. 934-948.
- Nioche J.P.** et **Tarondeau J.C.** (1998). « Introduction : les stratégies d'entreprise face aux réglementations publiques », *Revue Française de gestion*, juin-juillet-août 1998, p. 70-74.
- Porter M.**, *Competitive strategy : techniques for analysing industries and competitors*, The free press, New York, 1980 ; *L'avantage concurrentiel*, InterEditions, Paris, 1986.
- Rappaport A.**, *Creating shareholder value, the new standards for business performance*, Free Press, New York, 1986.
- Ryngaert M.**, « Firm evaluation, takeover defenses, and the delawareare suprem », *Financial management*, automne 1989, pp. 20-29.
- Schwert G.W.**, « Using financial data to measure effects of regulation », *Journal of law and Economics*, vol 15, 1981, pp. 121-158.
- Schmalensee R.**, « Do market differs much ? » *American economic review*, 75 (3), juin 1985, pp. 341-351.