

# L'impact de l'information financière, divulguée à travers Internet, sur le comportement des investisseurs : Analyse empirique sur le marché boursier tunisien.

## □ Résumé

Cette étude montre que l'information financière divulguée à travers l'Internet n'a pas entraîné de réactions significatives sur le marché boursier de Tunis durant l'année 2000, première année d'utilisation de ce support dans ce rôle. Nous avons démontré l'existence d'une réaction de prix sur le marché, non significative le jour de divulgation et significative auparavant. Par contre le marché présente une absence significative de réactions sur les volumes. L'information divulguée par ce média est dans certains cas tardive, dans d'autres cas, les investisseurs peuvent douter de la qualité et de la fiabilité de cette information.

### Mots clefs :

Internet, Efficience informationnel, Réaction de prix.

## □ Abstract

This study shows that financial information revealed through Internet have not entailed significant reactions on the Stock Exchange of lasting Tunis year 2000, first year use of this support in this role. We demonstrated the existence of price reaction on the market, not significant in the daytime of disclosure and significant previously. On the other hand the market presents a significant absence of reactions on the volumes. The information revealed by this media is in certain cases late, in the other cases, the investors may doubt the quality and the reliability of this information.

### Key-words:

Internet , Informational efficiency, price reactions.

*Jamel Eddine*  
**HENCHIRI**

*Docteur en Sciences de Gestion, Ancien cadre à la SDB Cholet-Dupont à Paris, Ancien consultant auprès du CMF. Assistant d'enseignement*  
Institut Supérieur de Gestion de GABES  
Rue Jilani LAHBIB 6011 GABES, TUNISIE.  
216.75.272 280

**jamelhenchiri@yahoo.fr**  
23/04/2002

## Introduction

Avec l'avènement de la New Economy, on peut se demander si une information divulguée par un véhicule particulier qui est l'Internet a un impact sur le marché boursier tunisien. L'information est de type classique (annonce de résultats, CA...) mais le mode de communication utilisé est récent. Les investisseurs toujours à l'affût d'une nouvelle devrait profiter de ce média pour réagir plus rapidement. Cette vitesse de réaction de la Bourse à l'information aura des répercussions sur l'efficacité du marché.

L'Internet, comme nouvelle technologie de l'information et de communication, apporte au marché financier deux plus : l'information immédiate dans le temps et l'espace ; et les négociations via le web, appelé e-commerce ou e-brokerage dans le domaine de la Bourse. Notre recherche s'intéresse uniquement au premier cas soit l'information. Ce média améliore en principe les caractéristiques qualitatives de l'information tel que la rapidité de divulgation, l'exhaustivité et peut-être la pertinence de l'information, par contre il existe un risque lié à la fiabilité et à la comparabilité des données.

La divulgation de l'information financière a un impact sur le comportement des investisseurs. En effet, l'approche traditionnelle de la théorie financière indique que la valeur d'une entreprise représentée par son cours boursier est égale à la somme des flux futurs actualisés à un taux égal à la somme du taux sans risque et d'une prime de risque. Il y a donc un lien entre l'annonce d'une information concernant les comptes de l'entreprise et qui peut influencer directement ou indirectement sa valeur et les décisions affectant les portefeuilles des investisseurs.

Ce papier s'intéresse à un aspect particulier de ce lien entre l'information et le comportement des investisseurs. Il s'agit de savoir si la diffusion de l'information via Internet a un impact sachant que le type d'information utilisé a réellement un apport informationnel. Plus généralement, les particularités de l'Internet permettent-elles d'améliorer l'efficacité du marché.

Cet article débute par la revue de la littérature et les particularités de notre étude, une deuxième section présente la méthodologie utilisée et l'échantillon étudiée. Les résultats sont présentés puis commentés dans une troisième section. La quatrième section expose les résultats mis en évidence par cette étude et les développements envisageables.

## 1. La divulgation de l'information financière, le comportement des investisseurs et l'efficacité des marchés

L'interrogation posée dans ce papier fait partie d'un mouvement de recherche qui s'intéresse aux annonces d'informations comptables ou de distribution de dividende par les dirigeants des sociétés cotées et leur contenu informationnel. Cette annonce peut provenir soit de la société elle-même, soit des analystes financiers, elle peut enfin être déduite de la réaction des autres intervenants sur le marché par mimétisme.

Nous avons démontré dans une précédente étude l'existence sur la BVMT d'un contenu informationnel de l'annonce d'informations suite à la tenue de l'AGO et de la publication des dividendes distribués sur le BO de la BVMT. On s'intéresse ici à la divulgation de ce genre d'information via l'Internet.

### 1.1. Revue de la littérature

Cette étude s'inscrit dans le courant de recherche (BALL et BROWN (1968), BEAVER (1968) BROWN (1978), WATTS et ZIMMERMAN (1986) et HAMON et JACQUILLAT (1992)) de l'impact de l'annonce de l'information comptable sur le comportement des prix et des volumes des transactions. BERNARD et THOMAS (1989,1990) démontrent que l'ajustement des cours à l'information a bien eu lieu mais beaucoup plus lentement que ne le suppose la théorie de l'efficacité des marchés. On parle notamment de sous-réaction des marchés ou *post earnings announcement drift*. En effet, dans le cadre d'un marché efficient, seuls les investisseurs informés ou initiés qui sont au courant d'une information avant sa publication officielle et qui agissent en conséquence sont capables de réaliser une rentabilité anormale positive.

Cette théorie a été remise en cause notamment par les théories du signal et celle de l'agence pour expliquer les « anomalies » observées. La théorie du signal (notamment BATTACHARYA (1979), MILLER et ROCH (1985), JOHN et WILLIAMS (1985)) indique que le dividende à distribuer est une communication émise par la société au marché car il fournit une information sur les flux futurs de l'entreprise et donc sur sa valeur. La théorie de l'agence soutient que le dividende peut être utilisé par les actionnaires comme moyen stratégique pour discipliner les dirigeants et les obliger à prendre des décisions qui soient en conformité avec leurs intérêts et ceci principalement quand il y a des conflits entre les dirigeants et les propriétaires.

La recherche s'intéresse de plus en plus à cette question d'informations financière via Internet comme composante spécifique de l'information privé et de ses effets sur le marché. Elle s'interroge si ces messages Internet, sous forme de conseils, recommandations, forums, chat ou plus simplement avis et décisions, sont de simples bruits (noise) ou bien sont-ils reliés à l'activité du marché et aux caractéristiques du titre.

WYSOCKI (1999) démontre à partir de 3000 titres américains listés sur Internet que le volume de l'information est fonction de certains spécificités de l'entreprise ou du marché à savoir l'importance des vendeurs à découvert, la forte valeur marchande par rapport à la valeur fondamentale, la faiblesse de l'actionnariat institutionnel, le fort volume de trading, la performance et le suivi importants de la part des analystes. Le volume des messages tout au long de la nuit permet d'anticiper des changements dans les volumes et les rendements du titre durant la journée qui suit. HIRSHEY, RICHARDSON et SCHOLZ (2000) trouvent que les recommandations sur les actions américaines publiées via Internet font réagir les prix et les volumes de ces titres. TUMARKIN et WHITELAW (2001) remarquent que lors des journées de fortes activités informationnelles sur le net, le changement d'opinion des investisseurs est corrélé avec le rendement anormal ajusté des valeurs du secteur Interne. ANTWEILLER et FRANCK (2002) mettent en évidence, à partir de 1,5

Million de messages Internet concernant 45 valeurs du Dow Jones, que ce type d'informations aident significativement à la prévision de la volatilité du marché, mais pas à celle du rendement. DAS, MARTINEZ-JEREZ et TUFANO (2002) créent une base de données de l'information divulguée par le net. Ils trouvent une relation, sans être prédictive, entre ce flot informationnel et le rendement des actions.

Internet comme nouveau média devrait permettre aux intervenants sur les marchés financiers d'accéder plus rapidement à l'information. Ce n'est donc pas une révolution mais plutôt une évolution des modes de pensée et de réactions des investisseurs. De plus, l'Internet ne doit pas se substituer aux canaux classiques de l'information, il ne devrait pas apporter d'éléments nouveaux différents de ceux déjà rendus publics et l'information doit être disponible par ailleurs. L'Internet ne peut servir que d'outil de communication complémentaire à la presse traditionnelle (officiel ou non) et dans ce sens il doit veiller à l'application des principes quant à la divulgation de l'information (exactitude, précision et sincérité). Il s'agit ici de recommandations et non encore d'obligations pour le marché tunisien<sup>1</sup>.

## 1.2. Information, Internet et marché financier tunisien

L'information financière en Tunisie est encore balbutiante, les analyses financières des sociétés cotées sont relativement peu répandues, enfin l'utilisation de l'Internet pour publier ces informations ne date que d'environ 2 ans.

Par contre, l'utilisation de l'Internet en Tunisie a été développée depuis des années suite à l'émergence des NTIC avec notamment la création d'une commission nationale du commerce électronique. Sur les marchés de capitaux, après l'installation du système de cotation électronique Super CAC en Octobre 1996, la dématérialisation des titres a été adoptée selon la loi N° 35/2000 du 21 Mars 2000. La loi 57/2000 du 13/7/2000 a introduit les contrats électroniques parmi les obligations et les contrats légaux ouvrant la voie à la signature et à la preuve électronique. D'autres part, la montée en puissance de la télécompensation interbancaire se poursuit.

A partir de 1999 les sites web dédiés à la finance commencent à voir le jour avec notamment les sites publics de la banque centrale de Tunisie (BCT.GOV.TN), du CMF (CMF.ORG.TN), de la Bourse (BVMT.COM.TN) et des sites privés tels que TUSTEX.COM.TN. La majorité des banques, les intermédiaires en Bourse, les sociétés cotées et les autres organismes financiers se sont installés sur le net à partir de l'année 2000. Mais l'information qui intéresse les investisseurs est peu présente.

Afin de tester si l'information diffusée via Internet a un impact sur le comportement des investisseurs, une étude empirique sur le marché boursier tunisien est réalisée. Sachant que cette information, de type comptable et financier, a réellement un contenu informationnel, s'il y a

réactions de marchés, elle doit être due au circuit de diffusion utilisée.

## 2. Echantillon, Hypothèses et méthodologie de l'étude

### 2.1. l'échantillon

Malgré un nombre relativement important de sites (une quinzaine de sites de sociétés cotées, quatre sites d'intermédiaires plus quelques sites généralistes), l'information financière ne semblent pas circuler librement et gratuitement pour permettre une réaction du marché qui améliorerait son efficacité. Notre choix s'est porté sur les études et les articles publiés par le site privé tunisien TUSTEX spécialisé sur la Bourse dans la rubrique ZOOM sur les sociétés cotées à la BVMT (au fixing et au continu) durant l'année 2000. il ne s'agit donc pas d'études d'analystes comportant des recommandations mais plutôt des rapports sur les réunions et la divulgation des comptes annuels ou semestriels.

L'échantillon initial comportait 30 événements. L'insuffisance des données nous a obligé à ne retenir que 23 événements (voir annexe) composés de :

- un rapport sur une réunion avec les dirigeants de la société,
- 10 annonces des résultats avant l'AGO,
- 7 annonces des résultats suite à l'AGO et parallèlement à la publication au BO,
- 5 annonces des résultats semestriels au 30/6.

Notons enfin que 6 événements ont eu lieu le lundi.

Les données concernent les prix cotés à la BVMT, il s'agit des cours d'ouverture quotidiens.

La méthode que nous avons adopté pour remplacer les données manquantes est celle de la répartition uniforme<sup>2</sup> suggérée par HACHETTE et MAI (1991) puisqu'elle permet de minimiser l'écart entre les séries théoriques et lissées.

### 2.2. Hypothèses et méthodologie de l'étude

L'apport de l'Internet à l'information financière est surtout une rapidité planétaire de la divulgation d'une information exhaustive surtout dans un contexte d'engouement pour une technique nouvelle (effet de mode). L'objectif de cet article est de montrer, grâce à une étude d'événement, l'existence ou non d'une réaction du marché boursier autour de la date de divulgation d'une information sur l'Internet à travers les réactions des prix et des volumes autour de la date d'événements considérés. Ceci indiquerait l'existence d'un apport informationnel donné aux investisseurs à travers cet outil de communication. En effet, on peut penser que l'Internet serait

<sup>2</sup> Cette méthode se définit comme suit :

$$ct+j = (ct + ct+k - ct)/k+1 \\ j = 1, \dots, k-1$$

<sup>1</sup> Voir HENCHIRI (2000).

utilisé comme moyen plus pratique et plus rapide pour accéder à une information utile à condition, certes, qu'elles soit aussi fiable que celle fournie par des canaux classiques. Cette information peut alors faire modifier les anticipations des investisseurs qu'on perçoit par des réactions des prix et des volumes de transactions significativement différentes de celles observées les autres jours.

La réaction des investisseurs peut être appréhendée à travers les prix et les volumes de transactions séparément. En effet, une information peut avoir un impact sur les prix sans modifier significativement les volumes et réciproquement (Bamber et Chéon (1995)).

Sans juger du contenu de l'information, qui peut être interpréter positivement ou négativement, les tests opérés dans cette étude sont de type non-directionnels. Cette étude préliminaire ouvre la voie à des tests directionnels dans le cas où une réaction est significativement observée.

Nous avons adopté l'approche de Beaver (1968) qui consiste à calculer les rendements anormaux au carré pour chaque valeur et pour chaque jour, puis de les normer par la variance des rendements anormaux de la période du test en excluant ceux de la période d'événement c'est-à-dire ici les rendements anormaux durant cinq jours autour de la date de publication de l'information sur Internet.

Les rendements anormaux sont déterminés à partir des rendements du titre  $i$  à la date  $t$  :

$$Rait = Rit - RMit$$

Avec  $Rit = (Pit + Dit - Pit - 1) / Pit - 1$

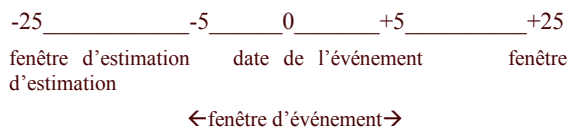
Où :  $Pit$  est le cours d'ouverture du titre  $i$  le jour  $t$

$Pit - 1$  est le cours d'ouverture du titre  $i$  la veille

$Dit$  est le dividende net éventuellement versé le jour  $t$ .

De la même façon nous calculons le rendement du marché à partir de l'indice TUNINDEX.

Le rendement anormal est calculé selon une fenêtre d'estimation allant sur une période de 20 jours (soit un mois environ) avant et après la fenêtre de l'événement. 5 jours de Bourse (soit 1 semaine) autour de la date d'événement constitue donc notre fenêtre d'événement :



La réaction des prix le jour  $t$  pour chaque société  $i$  a été calculée de la manière suivante :

$$RPit = (RAit)^2 / var (RAi)$$

Avec  $Rait$  le rendement anormal du titre  $i$  à la date  $t$ ,  $Var (Rait)$  la variance des rendements anormaux du titre  $i$  sur la période d'observation sauf entre les jours  $-5$  à  $+5$ .

Une réaction moyenne est calculée sur les  $N$  événements pour chaque jour :

$$RPMt = \sum (RPit) / N$$

Avec  $N$  le nombre d'informations publiées sur Internet qui font l'objet de notre étude soit 23.

De la même façon, nous définissons un volume normal, un volume anormal et un volume anormal moyen.

$$VANit = Vit / VMi$$

$$et \quad VANM i = \sum (VANi) / N$$

L'existence d'un événement informationnel doit nous permettre d'observer une réaction des prix ou un volume anormal moyens significativement supérieur à 1 (H1).

$H0$  :  $RPMt$  (ou  $VANMt$ )  $< 1$  hypothèse nulle  
c'est-à-dire absence d'impact.

Pour vérifier si les rendements anormaux étaient significatifs, un test de STUDENT a été mené. Le  $t$  de Student calculé est ensuite comparé à une valeur seuil obtenue sur la table de Student selon le degré de liberté à un seuil de confiance de 90% (\*), 95% (\*\*) et 99% (\*\*\*)

Les tests consistent à contrôler la significativité des résultats avec un premier test en coupe instantanée de Student ( $T1$ ) qui vérifie l'hypothèse de réactions moyennes des titres significativement différents de 1, le second test est une statistique en coupe longitudinale ( $T2$ ).

$$T1 = (RPMt - 1) / (\sigma RPit / \sqrt{N})$$

$$T2 = RPMt - 1/ET$$

$$Avec \quad ET = \sqrt{\sum (RPMt - MRPM)^2 / T - 1}$$

Avec  $MRPM$  la moyenne des  $RPMt$  sauf de  $-5$  à  $5$ , et  $T$  le nombre de jours de la fenêtre d'observation.

### 3. Interprétation et analyse des résultats de l'étude d'événement

Dans une première étape, nous analysons les réactions de prix ensuite celles des volumes anormaux moyens.

#### 3.1. Réactions des prix

Nous obtenons les résultats suivants :

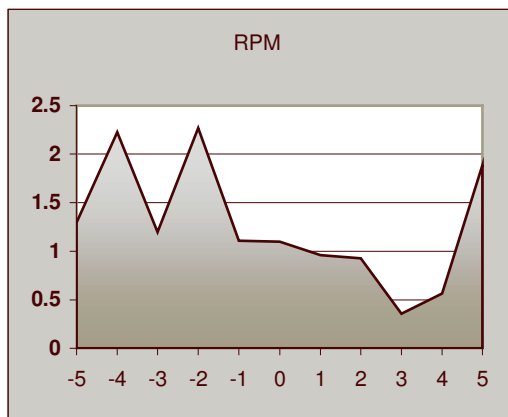
jour	RPM	T1	T2
-5	1.296	0.924	0.757
-4	2.225	1.667*	3.127***
-3	1.197	0.570	0.503
-2	2.269	1.532*	3.240***
-1	1.110	0.410	0.282
0	1.098	0.172	0.251
1	0.962	-0.137	-0.097
2	0.931	-0.197	-0.176
3	0.355	-3.854***	-1.647
4	0.567	-2.300**	-1.105
5	1.886	0.908	2.264**

### T1- Résultat de la réaction des prix autour de l'événement

Conformément à notre hypothèse, les résultats des tests sur les comportements des investisseurs sur les prix montrent une réaction des prix légèrement supérieure à 1 le jour de la divulgation de l'information sur le net. Mais cette réaction des prix n'est pas significative. Nous remarquons surtout que la réaction des prix est significative les jours précédents l'événement principalement le 2<sup>ème</sup> et le 4<sup>ème</sup> jour avant.

Nous observons aussi une absence de réaction des prix significative le 3<sup>ème</sup> et le 4<sup>ème</sup> jour après l'événement.

Graphiquement, nous avons :



G1- Réaction des prix

La réaction des prix est située avant la publication de l'information. Ceci peut être logique dans le sens où les informations objet de cette étude ne sont pas des « nouvelles » et semblent donc déjà connus par les intervenants. C'est donc, nous semble-t-il, l'effet de la divulgation de l'information suite à la tenue de l'AGO notamment qui influence le comportement des investisseurs même si cette information n'est pas toujours officielle.

Le marché réagit faiblement. Il semble qu'il n'attend pas l'information du net. Par contre, il réagit avant ; ce qui signifie donc que : soit l'information est tardive ce qui n'est pas étonnant car le site web ne fait que rapporter des informations plus ou moins connues par la communauté financière, soit les intervenants n'utilisent pas cette information car ils n'y ont pas accès ou bien qu'ils ne veulent pas utiliser une information qui présente un risque de non-fiabilité. L'étude des résultats cas par cas nous permet enfin d'observer que les réactions de prix se concentrent sur les valeurs BIAT, BH, SOTETEL, SNMVT et la STB.

Par ailleurs, il n'y a pas visiblement de segmentation de réactions entre l'effet des informations concernant les résultats au 31/12 et celles du 30/6.

### 3.2. Réaction des volumes de titres échangés

Nous obtenons les résultats suivants :

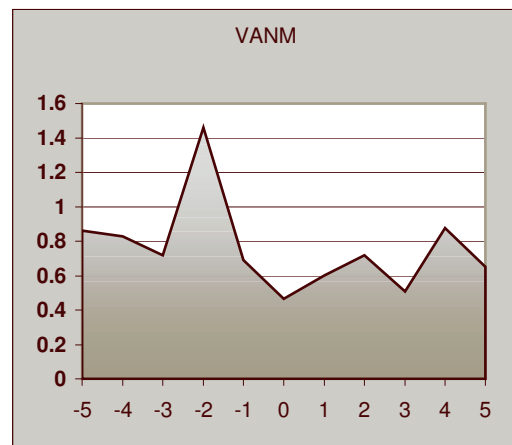
jour	VANM	T1	T2
-5	0.862	-0.777	-0.385
-4	0.829	-1.310	-0.476
-3	0.720	-1.834**	-0.780
-2	1.461	0.781	1.285
-1	0.692	-1.957**	-0.858
0	0.466	-2.980***	-1.488
1	0.601	-1.897**	-1.113
2	0.718	-1.957**	-0.786
3	0.509	-3.047***	-1.370
4	0.879	-0.591	-0.338
5	0.652	-2.078**	-0.970

### T2- Résultat de la réaction des volumes autour de l'événement

Nous observons qu'à la date d'événement il n'y a significativement aucune réaction des volumes. Le marché ne réagit pas par les volumes durant toute la période d'événement sauf 2 jours avant la date d'événement. Ce jour-là il y a réaction des prix et des volumes.

Ce volume anormal inexistant n'est pas étonnant car les travaux de Beaver (1968) ont montré que le volume des transactions d'un titre est fonction de l'importance des anticipations individuelles des investisseurs lors de l'arrivée d'une nouvelle information. Si un consensus sur le prix est atteint dès les premières transactions, la réaction des volumes sera relativement faible. Le consensus s'est donc manifestement fait sur les prix et les volumes ont très faiblement bougé.

Graphiquement nous obtenons :



G2- réaction des volumes



Le volume anormal, qui n'est pas significatif, a lieu avant la divulgation de l'information. Ceci est lié, nous semble-t-il, encore une fois, à la date de la tenue de l'AGO.

Les intervenants à la Bourse de Tunis ne semblent pas privilégier les informations publiées sur Internet dans leur mécanisme de prise de décision. Pourtant tout le monde s'accorde à dire que cet outil est fortement utile. En effet, l'Internet permet de diffuser une information plus rapidement, de façon plus large et avec plus de volume d'information. Or, les informations utilisées dans cette étude sont déjà connues, du moins pour les investisseurs proches du marché, et publiques (ce qui est conforme avec les recommandations de la COB française qui interdit de diffuser sur Internet des informations pouvant avoir des incidences significatives sur les cours sans en avoir fait, au préalable, une communication effective et intégrale par la presse). La rapidité de l'Internet ne joue pas dans ce cas.

Les intervenants sont apparemment plus rapide à réagir et n'attendent pas la diffusion des comptes sur Internet. Les intervenants sont attentifs aux informations surtout sur un petit marché comme celui de la Bourse de Tunis et ils cueillent l'information à la source. Cette réaction immédiate est un signe d'efficacité du marché.

La réaction, même faible, doit provenir plutôt de l'effet de masse puisque cet outil permet de toucher diverses catégories d'investisseurs tels que certains petits porteurs (le tiers des actionnaires) ou encore les étrangers (environ 15% à cette date) qui ne se limitent pas aux contacts téléphoniques avec leur intermédiaires en Bourse. Il nous semble que ceci doit être aussi vérifié par l'analyse du nombre de contrats conclu à cette date. Dans ce cas, il s'agit plutôt d'une amélioration de la rationalité des investisseurs individuels. Ceci est réellement encourageant pour le marché et les professionnels doivent en tenir compte.

Par contre, seuls 6 valeurs sur 23 ont une réaction de prix supérieure à un ce qui relativise nos résultats. Cette réaction peut être donc due à d'autres phénomènes explicatifs propres à ces sociétés.

Enfin, l'effet de l'importance du volume d'informations disponible sur Internet ne peut pas encore être testé sur la Bourse de Tunis puisque les entreprises ne fournissent pas plus de détails par rapport à ce qui a été déjà publiés ailleurs. Dans ce cadre, les sites tunisiens demeurent relativement pauvres quand on sait que certains sites d'entreprises françaises contiennent plus de 1000 pages d'informations. Ce type d'informations est plutôt de type conseils ou analyses financières et il nécessite une étude spécifique.

Il est à noter qu'Internet a du mal à respecter le principe de l'égalité de tous face à l'information financière puisqu'une certaine information n'est accessible en Tunisie que par des codes confidentiels ou après péage. Nous avons ainsi lancé une enquête pour étudier cette réalité.

## 4. Conclusion

Cette étude vise à tester l'existence d'un impact d'une information publiée via Internet durant l'année 2000 sur le comportement des investisseurs à travers une réaction significative des volumes et des rendements des valeurs

cotées sur la Bourse de Tunis. Elle met en évidence une réaction non significative le jour de l'événement mais des réactions significatives les jours précédents.

En ce qui concerne les volumes, il n'y a pas eu de comportement anormal des volumes de transactions (sauf deux jours avant l'événement, sans être significatif).

On peut donc dire que durant l'année 2000 et selon notre échantillon, les investisseurs donnent (encore) peu d'importance à l'information publiée via Internet. Celle-ci est donc soit dans les cours car elle est connue ou anticipée, soit inutilisable car les investisseurs n'ont pas encore accès à l'Internet ou bien ne veulent pas l'utiliser redoutant un manque de fiabilité de cet outil de communication.

Cette étude a comme limite la taille de l'échantillon et de la période choisie qui se justifie par l'utilisation de ces techniques nouvelles. Il serait donc intéressant de prolonger ce travail sur une grande place où l'atomicité des investisseurs est plus vérifiée, en utilisant plus de données de types homogènes avec 2 sous-échantillons : selon les comptes annuels en isolant les effets de l'AGO et selon les comptes intermédiaires. Il serait aussi intéressant de faire des tests directionnels selon que la nouvelle est jugée bonne ou mauvaise.

## Références

- Antweiler W. et Franck M. (2002), « is all that talk just noise ? the information content of internet stock message boards » Université de Toronto, Mai 2002, *publié sur Internet*.
- Ball R. et Brown P. (1968), « An empirical evaluation of accounting numbers », *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp 159-178.
- Bamber L.S. et Cheon Y.S. (1995), « Differential price and volume reactions to accounting earnings announcements », *The Accounting Review*, vol. 70 N° 3, pp 417-441.
- Beaver W. (1968), « The informational content of annual earnings announcements », *Journal of Accounting Research*, supplement, pp 67-92.
- Bernard V. et Thomas J. (1989), « Post-earnings announcement drift : delayed price response, or risk premium ? », *Journal of Accounting Research*, vol. 27, pp 1-36.
- Bernard V. et Thomas J. (1990), « Evidence that stock price do not fully reflect the implications of current earnings for futures earnings », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13, pp 305-340.
- Bernheim Y. (2000), « l'information financière via Internet », *Banque magazine* N°618-Octobre, pp 66-67.
- Das S., Martinez-Jerez V. et Tufano P. (2002), « e-information », AFA meeting 2002
- Gillet P. (1999), *L'efficacité des marchés financiers*, Economica, Paris.
- Grandin P. et Jacquillat B. (2000) « Impact de l'information financière sur le comportement des investisseurs », congrès de l'OECD- 18.19/02

- Hamon J. et Jacquillat B. (1992), *le marché français des actions, études empiriques 1977-1991*, Presses Universitaires de France, Paris.
- Henchiri J. (2000), « Internet et marché financier : menaces et opportunités », *L'Economiste Maghrébin* N°265-Juillet, pp 18-19.
- Henchiri J. et Ben Abdallah M. (2002), « le contenu informationnel de la politique de distribution des dividendes : une analyse empirique du marché boursier tunisien ». W.P. non publié.
- Hirshy M., Richardson V. et Scholz S. (2000) « How foolish are internet investors ? » *Financial Analysts Journal*, vol. 56 N°1, pp 62-69.
- Le pas de secheval H. (1999), «à l'heure d'Internet» , *Banque magazine* N°600-Février, pp 33-35.
- Tumarkin, R. et Whitelaw R.(2001), "News or Noise? Internet message board activity and stock prices," *Financial Analysts Journal* 57, pp 41-51.
- Wysocki P. (1999), « Cheap talk on the web : the determinants of postings on Internet stock message boards » Michigan Business School, publié sur Internet.

*ANNEXE*

<b>Zoom N°</b>	<b>date</b>	<b>société</b>	<b>information</b>
06	08/02/2000	BT	Résultats au 31/12
07	11/02	SFBT	=
08	15/02	SOTETEL	=
09	21/02	SIAME	=
10	23/02	BIAT	Réunion
11	29/02	STB	Résultats au 31/12
12	03/03	GL	=
13	06/03	SNMVT	=
14	13/03	UBCI	=
15	24/03	BH	=
17	07/04	ATL	=
18	17/04	TUNIS AIR	=
19	04/05	BIAT	=
20	12/05	BS	Rapport suite AGO
21	29/05	AMEN BK	=
22	06/06	SFBT	=
23	16/06	BATAM	=
25	26/06	TUNIS AIR	=
27	18/07	SPDIT	=
29	28/07	SFBT	Résultats 1 <sup>er</sup> semestre
31	15/08	BIAT	=
33	20/09	UBCI	=
34	21/10	SIAME	=