

Réactions boursières aux annonces de politique de santé : une étude d'événements sur les valeurs de santé cotées à la Bourse de Casablanca

Stock market reactions to health policy announcements: An event study of health stocks listed on the Casablanca Stock Exchange

BAROUCH Nouredine

Doctorant

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Mohammedia

Université Hassan II de Casablanca

Laboratoire Performance Économique et Logistique (PEL)

Maroc

ADRAOUI Mohamed

Enseignant chercheur

Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Mohammedia

Université Hassan II de Casablanca

Laboratoire Performance Économique et Logistique (PEL)

Maroc

Date de soumission : 05/10/2026

Date d'acceptation : 30/10/2026

Pour citer cet article :

BAROUCH N. & ADRAOUI M. (2026) «Réactions boursières aux annonces de politique de santé : une étude d'événements sur les valeurs de santé cotées à la Bourse de Casablanca», Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 9 : Numéro 4 » pp : 783 - 807

Résumé

Cet article examine la réaction de la Bourse de Casablanca à huit événements liés au système de santé entre juillet 2025 et mai 2026. Six sont des annonces institutionnelles, deux sont des chocs sociopolitiques. L'analyse porte sur les cours journaliers d'Akdital, seul groupe hospitalier privé coté et liquide, comparés à ceux de Sothema et de l'indice MASI Santé, d'octobre 2023 à octobre 2026. Elle repose sur un modèle de marché corrigé de Dimson, des tests paramétriques et non paramétriques, des probabilités empiriques issues d'un test placebo et un contrôle des informations propres à l'entreprise. En moyenne, les annonces institutionnelles n'ont pas d'effet significatif. Sur la fenêtre principale de deux séances, Akdital gagne 5,0 % après l'annonce de la hausse du budget de la santé et perd 5,4 % au déclenchement du mouvement GenZ 212. La baisse qui suit les décrets de généralisation des groupements sanitaires territoriaux n'apparaît que sur des fenêtres plus longues. Ces réactions ne résistent pas à une correction pour tests multiples appliquée aux probabilités empiriques. Elles sont compatibles avec une distinction entre l'État payeur et l'État concurrent, sans la démontrer, et l'étude reste exploratoire.

Mots clés : concurrence public-privé ; politique de santé ; groupements sanitaires territoriaux (GST) ; Bourse de Casablanca ; couverture médicale

Abstract

This article examines how the Casablanca Stock Exchange responded to eight health-related events between July 2025 and May 2026. Six are institutional announcements and two are sociopolitical shocks. The analysis uses daily prices from October 2023 to October 2026 for Akdital, the only listed and liquid private hospital group, compared with Sothema and the MASI Health index. It relies on a Dimson-adjusted market model, parametric and non-parametric tests, empirical p-values from a placebo test and a screening of firm-specific news. On average, institutional announcements have no significant effect. Over the main two-session window, Akdital gains 5.0 percent after the health budget increase is announced and loses 5.4 percent when the GenZ 212 movement erupts. The decline that follows the decrees extending territorial health groups (GST) appears only over longer windows. These reactions do not survive a multiple-testing correction applied to the empirical p-values. They are consistent with a distinction between the State as a payer and the State as a competitor, without proving it, and the study remains exploratory.

Keywords: public-private competition; health policy; territorial health groups (GST); Casablanca Stock Exchange; health coverage

Introduction

Depuis 2021, le Maroc conduit une réforme d'ampleur de son système de santé et de sa protection sociale. La loi-cadre n° 06-22 relative au système national de santé, promulguée en décembre 2022, en fixe le cadre général (Loi-cadre n° 06-22, 2022). La loi n° 08-22 crée ensuite les groupements sanitaires territoriaux (GST), chargés d'organiser l'offre publique dans chaque région (Lois n° 08-22 à 11-22, 2023). Dans le même temps, l'assurance maladie obligatoire a été ouverte à la quasi-totalité de la population. L'écart entre l'affiliation et l'usage reste pourtant considérable. Selon le rapport annuel 2024-2025 de la Cour des comptes, 31,94 millions de personnes étaient immatriculées fin 2024, mais 25,6 millions seulement bénéficiaient effectivement de la couverture. Le secteur privé captait environ 91 % des dépenses facturées prises en charge en 2024 (Cour des comptes, 2026b: 380-383).

Cette dernière proportion résume l'enjeu économique de la réforme. En rendant solvable une demande longtemps contrainte par le reste à charge, la généralisation de la couverture a ouvert aux cliniques privées un large marché. Le marché financier en a pris acte. Akdital, groupe hospitalier privé, est coté à la Bourse de Casablanca, que Vicenne, fournisseur de solutions médicales à forte composante technologique, a rejointe le 15 juillet 2025 au terme d'une offre qui a réuni plus de 37 000 souscripteurs (Vicenne, 2026).

Une littérature déjà ancienne montre que les marchés réagissent à des événements dont le lien avec la rentabilité est indirect, voire émotionnel, comme les défaites de l'équipe nationale de football (Edmans, García & Norli, 2007) ou les résultats des clubs cotés (Scholtens & Peenstra, 2009). La Bourse de Casablanca a ainsi réagi négativement à l'échec de la candidature marocaine à l'organisation de la Coupe du monde 2010 (Gopane & Mmotla, 2019). Elle devrait a fortiori réagir aux décisions publiques qui conditionnent les revenus des prestataires de soins.

La question posée ici est donc la suivante : comment la Bourse de Casablanca a-t-elle évalué les événements récents liés au système de santé, et cette évaluation dépend-elle de leur contenu ? Deux catégories sont analysées séparément, les annonces institutionnelles, qui engagent l'État par une décision datée, et les chocs sociopolitiques, dont l'effet attendu n'est pas fixé à l'avance. L'État intervient en effet à deux titres auprès des cliniques. Il est un payeur, puisque la dépense publique et l'assurance maladie financent une part croissante de leur activité. Il est aussi un concurrent et un régulateur, qui investit dans l'hôpital public,

réorganise l'offre par territoire et encadre le secteur privé. Une annonce qui renforce l'un de ces rôles n'a pas nécessairement le même effet qu'une annonce qui renforce l'autre.

Pour y répondre, l'article applique la méthode des études d'événements aux cours journaliers de la Bourse de Casablanca d'octobre 2023 à octobre 2026. Huit événements, de juillet 2025 à mai 2026, sont retenus selon des critères explicites. Akdital, seul groupe hospitalier privé coté et liquide, constitue le cas central, et les autres valeurs servent de points de comparaison. Un contrôle des informations propres à l'entreprise conduit à écarter une annonce et à en requalifier deux autres. Les réactions observées sont présentées comme des indices et non comme la preuve d'un mécanisme.

L'article est une étude empirique exploratoire sur un marché émergent. Il n'innove pas sur le plan méthodologique. Il applique des outils établis à un marché où les valeurs de santé sont peu nombreuses et les annonces rapprochées, et met à l'épreuve une grille de lecture qui distingue les deux rôles de l'État, distinction que les travaux sur les réformes américaines, centrés sur l'assurance, n'avaient pas à mobiliser. La section 1 présente la littérature et les hypothèses, la section 2 la méthode et les données, la section 3 les résultats, et la section 4 les discute avant de conclure.

1. Revue de littérature

1.1. Les études d'événements comme instrument d'évaluation des politiques publiques

L'étude d'événements repose sur une idée simple. Si les prix incorporent rapidement l'information disponible, la variation anormale du cours d'une entreprise autour d'une annonce mesure la révision, par les investisseurs, de la valeur actualisée de ses flux futurs (MacKinlay, 1997). Brown et Warner (1985) ont montré que les rendements journaliers permettent de détecter ces variations avec des modèles simples, à condition de traiter correctement leurs propriétés statistiques. La méthode a été étendue aux marchés peu liquides, où l'absence de transactions biaise l'estimation du risque systématique (Dimson, 1979), et aux situations où la normalité des rendements n'est pas acquise, grâce aux tests de rangs (Corrado, 1989; Cowan, 1992).

Appliquée aux politiques publiques, la méthode mesure l'effet attendu d'une décision au moment où elle est connue, avant que ses effets réels ne soient observables. Pástor et Veronesi (2012) en ont donné un fondement théorique. Leur modèle prédit que les cours

baissent en moyenne à l'annonce de changements de politique, d'autant plus que l'incertitude est forte, ce qui peut peser davantage sur un marché émergent. Pendant la pandémie de COVID-19, Heyden et Heyden (2021) observent ainsi que l'annonce de mesures budgétaires nationales fait baisser les cours, alors que les mesures monétaires peuvent apaiser le marché.

1.2. Réformes de santé et valeur des prestataires privés

Les réformes du système de santé américain ont fourni l'essentiel des travaux empiriques. Ellison et Mullin (2001) montrent que les valeurs pharmaceutiques ont perdu une part considérable de leur valeur pendant l'élaboration du projet de réforme du président Clinton, de façon progressive et sans lien avec des annonces identifiables. Al-Ississ et Miller (2013) exploitent l'élection surprise d'un sénateur républicain en 2010, qui compromettait l'Affordable Care Act. Assureurs et laboratoires y gagnent, tandis que les établissements de soins enregistrent des pertes anormales. Koku (2020) observe que le cours des hôpitaux à but lucratif progresse en moyenne de 6 % lors de l'étape décisive de l'adoption de la loi. Plus récemment, Kirson, Dooley, Ge et Chandra (2026) montrent que les lettres annonçant des accords sur le prix des médicaments coûtent 3,30 % en une séance aux laboratoires américains, alors que le premier accord, signé par Pfizer et jugé moins coûteux que prévu, rapporte 3,00 % à leur portefeuille.

Ces travaux convergent sur un point. Lorsque la réforme étend l'assurance, elle accroît la demande solvable, et les prestataires privés en profitent. Ils laissent en revanche de côté une autre dimension, peu présente aux États-Unis mais centrale dans les systèmes mixtes. Dans ces systèmes, l'hôpital public n'est pas seulement un client de l'assurance, il est aussi le concurrent direct des cliniques. Les travaux sur les marchés mixtes montrent que le résultat de cette concurrence dépend des objectifs assignés à l'hôpital public et des préférences des patients, notamment lorsque ceux-ci voient dans l'hôpital public une référence (Levaggi & Levaggi, 2020). En Chine, la croissance rapide des hôpitaux privés a coexisté avec une préférence durable des patients pour l'hôpital public et avec des difficultés de régulation persistantes (Zhang, Zimmerman, Zhang, Ogbuaji & Tang, 2024).

Ces travaux peuvent être regroupés selon le type d'événement étudié. Les annonces budgétaires agissent sur les anticipations de dépense, mais elles peuvent aussi accroître l'incertitude (Heyden & Heyden, 2021). Les réformes de la couverture élargissent la demande solvable, au profit des prestataires privés (Al-Ississ & Miller, 2013; Koku, 2020). Les réformes de la régulation modifient les prix, les coûts ou la concurrence, avec un effet qui

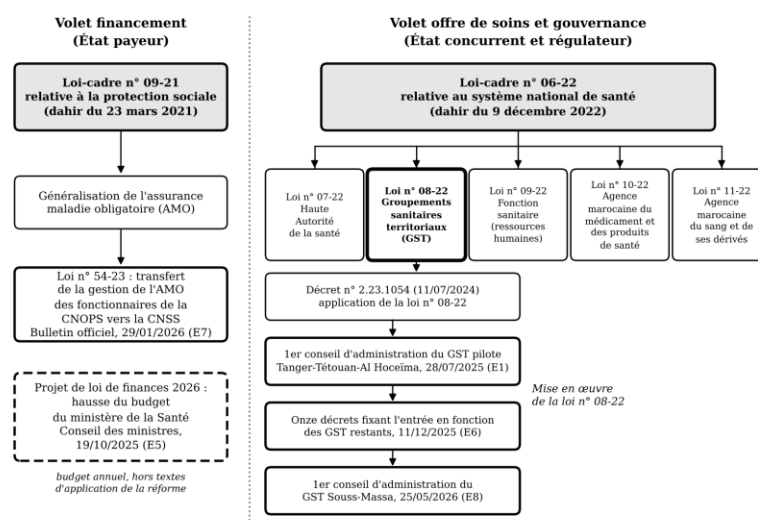
dépend de l'incertitude qu'elles créent ou dissipent (Ellison & Mullin, 2001; Kirson, et al., 2026). Les chocs sociopolitiques agissent surtout par la perception du risque et l'humeur des investisseurs (Edmans, et al., 2007; Gopane & Mmotla, 2019). Sur un marché émergent peu profond, où l'incertitude réglementaire pèse davantage (Pástor & Veronesi, 2012), ces mécanismes peuvent se superposer. Les résultats américains ne se transposent donc pas mécaniquement au Maroc, où la réforme touche à la fois le financement et l'offre publique. Les études d'événements marocaines repérées portent d'ailleurs sur des sujets éloignés de la santé, comme l'annonce du marché volontaire du carbone, que les valeurs cotées n'ont pas sanctionnée (Gnaoui & Moutahaddib, 2026).

1.3. Le cas marocain et les hypothèses de recherche

Au Maroc, la généralisation de la couverture a amélioré le recours aux soins. Drissi Bouzaidi et Ragbi (2024) montrent, sur les données de panel de l'Observatoire national du développement humain, que les personnes couvertes par l'assurance maladie obligatoire ou par l'ancien régime d'assistance médicale recourent davantage aux soins, toutes choses égales par ailleurs. Cette demande nouvelle s'est toutefois dirigée en grande partie vers le secteur privé, comme l'indique la part de 91 % relevée par la Cour des comptes (2026b: 383). Elle décrit la situation actuelle, non celle qui suivra la réforme hospitalière. Le renforcement de l'offre publique ne se substitue pas mécaniquement à l'offre privée, car les deux secteurs peuvent être complémentaires, et l'effet dépend des capacités hospitalières, des délais de mise en œuvre et de l'évolution de la demande. Le secteur privé lui-même reste composé surtout de petites structures. Selon Zbiri et al. (2024), il comptait fin 2021 397 hôpitaux et cliniques, en majorité des sociétés indépendantes de moins de 100 lits. D'après les données reprises par ces auteurs, les holdings financières n'apportaient qu'environ 8 % de leur capital. Du côté public, la réforme suppose que les hôpitaux soient payés par l'assurance maladie sur la base de leurs coûts. Une étude menée dans 39 hôpitaux publics relève de fortes différences de coût pour un même service, signe d'inefficiences, et cherche à chiffrer le budget dont ces hôpitaux ont besoin pour jouer pleinement leur rôle (Akhnif, Belmadani, Mataria & Bigdeli, 2024). La réforme hospitalière repose sur les GST, que le gouvernement présente comme fondés sur l'indépendance de gestion et sur la prise en compte des besoins de chaque territoire (Loi-cadre n° 06-22, 2022; Ministère de la Santé et de la Protection sociale, 2026b). La figure 1 situe les cinq lois d'application de la loi-cadre promulguées en 2023 (Loi n° 07-22, 2023; Lois n° 08-22 à 11-22, 2023), le premier décret d'application de la loi n° 08-22 (Chef du gouvernement,

2024) et la loi-cadre n° 09-21 relative à la protection sociale (Loi-cadre n° 09-21, 2021). Elle y place aussi les annonces étudiées.

Figure N°1 : Architecture juridique de la réforme de la santé et place des annonces étudiées



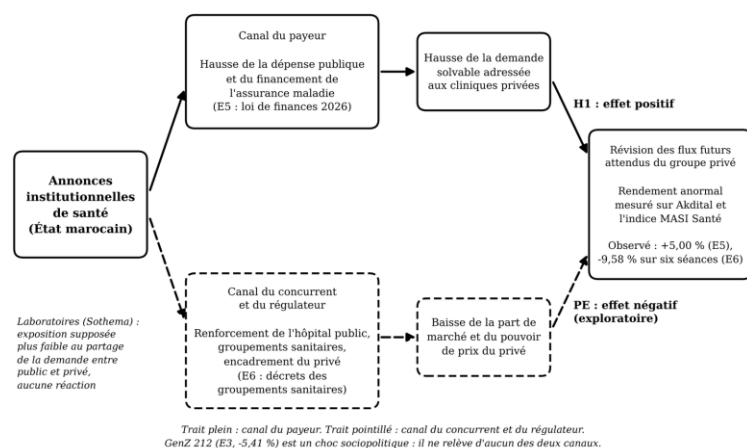
Les codes E renvoient aux annonces étudiées (tableau 2) ; E2, E3 et E4 (contestations, discours royal) ne relèvent pas de ces textes.
Les cadres épais signalent la loi qui crée les GST et les annonces étudiées.

Source : élaboration des auteurs à partir de Cabinet royal (2025), Loi-cadre n° 09-21 (2021), Loi-cadre n° 06-22 (2022), Loi n° 07-22 (2023), Lois n° 08-22 à 11-22 (2023), Loi n° 54-23 (2026), Chef du gouvernement (2024, 2025) et Ministère de la Santé et de la Protection sociale (2025, 2026b).

Deux canaux peuvent donc être distingués. Le canal du payeur associe une hausse de la dépense publique de santé ou du financement de l'assurance à une hausse des revenus attendus des cliniques. Le canal du concurrent et régulateur associe le renforcement de l'hôpital public ou l'encadrement du secteur privé à une baisse de ces revenus. L'hypothèse de départ (H1) est que les annonces institutionnelles de réforme, en particulier celles qui accroissent la dépense publique de santé, produisent des rendements anormaux positifs pour les prestataires privés cotés. Cette formulation est large, car une hausse budgétaire ne profite aux cliniques que si une part de la dépense leur parvient. H1 est donc examinée sous une forme large, sur toutes les annonces institutionnelles, et sous une forme restreinte aux deux annonces de financement. Le second canal n'a pas été envisagé avant l'observation des premiers résultats. Il est présenté comme une proposition exploratoire (PE), selon laquelle les annonces qui renforcent l'offre publique pourraient être associées à des rendements anormaux négatifs. Le tableau 2 indique le signe attendu de chaque événement sous H1 et sous PE, un point d'interrogation signalant un signe non déterminé à l'avance. Les données boursières n'observant pas directement les anticipations, ces mécanismes restent des interprétations.

La figure 2 résume ce cadre d'analyse. C'est le contenu de l'annonce, plus que son ampleur, qui détermine le sens attendu de la réaction. Les laboratoires pharmaceutiques, qui fournissent à la fois les secteurs public et privé, sont sans doute moins exposés au partage de la demande. Faute de données sur la répartition de leurs ventes, cette supposition n'est pas vérifiée, et Sothema n'est qu'un point de comparaison descriptif, non un groupe témoin.

Figure N°2 : Les deux canaux de transmission des annonces de politique de santé à la valeur des prestataires privés



Source : élaboration des auteurs.

2. Méthodologie de recherche

2.1. Données

Les cours de clôture ajustés des opérations sur titres et les volumes journaliers proviennent de l'interface publique de la Bourse de Casablanca (Bourse de Casablanca, 2026). L'historique gratuit étant limité à trois ans, la période couvre 737 séances, du 4 octobre 2023 au 2 octobre 2026. L'échantillon comprend Akdital, le laboratoire Sothema, Promopharm, Vicenne, l'indice sectoriel MASI Santé et l'indice MASI Industrie pharmaceutique. L'indice MASI sert de portefeuille de marché. Les rendements sont logarithmiques. Les cours ajustés manquent pour toutes les actions du 14 au 22 juillet 2026, et ces séances sont exclues, de même que la séance qui les suit. Sothema a divisé la valeur nominale de son action par cinq le 5 mai 2026 (Sothema, 2026: 17), ce que corrigent les cours ajustés.

Le tableau 1 montre que la liquidité varie fortement d'une valeur à l'autre. Akdital n'a connu qu'une séance sans transaction en trois ans, alors que Promopharm n'a été échangée que lors de quatre séances sur dix. Vicenne n'est cotée que depuis le 15 juillet 2025, ses vingt premières séances sont exclues de toute estimation, et une seule annonce dispose pour elle

d'une période d'estimation suffisante. L'échantillon réellement informatif reste restreint. Akdital est le cas central de l'étude. Sothema et l'indice MASI Santé, lui-même dominé par Akdital, sont des points de comparaison d'une portée limitée, et les autres valeurs ne sont présentées qu'à titre indicatif.

Tableau N°1 : Statistiques descriptives des rendements journaliers, octobre 2023 à octobre 2026

Série	Début	Moyenne (%)	Écart type (%)	Minimum (%)	Maximum (%)	Séances sans transaction
MASI	04/10/2023	0,054	0,949	-5,81	4,95	sans objet
MASI Santé	04/10/2023	0,119	1,719	-8,40	8,35	sans objet
MASI Industrie pharmaceutique	04/10/2023	0,073	2,066	-9,68	8,39	sans objet
Akdital	04/10/2023	0,118	1,751	-8,40	8,62	1 sur 737 (0,1 %)
Sothema	04/10/2023	0,083	2,269	-10,33	9,44	63 sur 737 (8,5 %)
Vicenne	15/07/2025	0,042	2,840	-9,63	9,53	1 sur 297 (0,3 %)
Promopharm	04/10/2023	0,045	2,122	-6,19	5,83	446 sur 737 (60,5 %)

Source : élaboration des auteurs à partir des cours ajustés de la Bourse de Casablanca (2026).

2.2. Sélection et datation des événements

Les événements ont été recensés dans les communiqués du Cabinet royal, du Chef du gouvernement et du ministère de la Santé, dans le Bulletin officiel, dans les communiqués financiers d'Akdital et dans la presse économique nationale. Un événement est retenu s'il porte sur le financement ou l'organisation du système de santé, ou constitue une contestation nationale centrée sur la santé, s'il correspond à une décision ou à un fait public et non à une intention, et si sa première diffusion peut être datée au jour près. La période, de juillet 2025 à mai 2026, couvre la phase opérationnelle de la réforme hospitalière, ouverte par le premier conseil d'administration du GST pilote. Deux faits proches des critères ne figurent pas dans la sélection initiale, la déclaration ministérielle du 1er octobre 2025 sur les cliniques privées, dont la date de diffusion est incertaine, et le premier conseil d'administration du GST de Rabat-Salé-Kénitra, le 14 mai 2026 (Ministère de la Santé et de la Protection sociale, 2026a). Ils sont présentés à titre de contrôle à la section 3.3.

La séance de référence t_0 est la première séance intervenant à la date de première diffusion ou après celle-ci. Une annonce faite un week-end ou après la clôture est rattachée à la séance suivante. Le discours d'ouverture du Parlement du vendredi 10 octobre 2025 (Discours royal, 2025), dont le texte intégral a été diffusé après la clôture (Hespress, 2025), est ainsi rattaché au lundi 13 octobre. Lorsque l'heure n'est pas connue, l'annonce est rattachée au jour même, et la fenêtre principale couvre une diffusion après la clôture. Le tableau 2 précise la catégorie, le signe attendu, les conditions de diffusion et le degré d'anticipation de chaque événement, ce

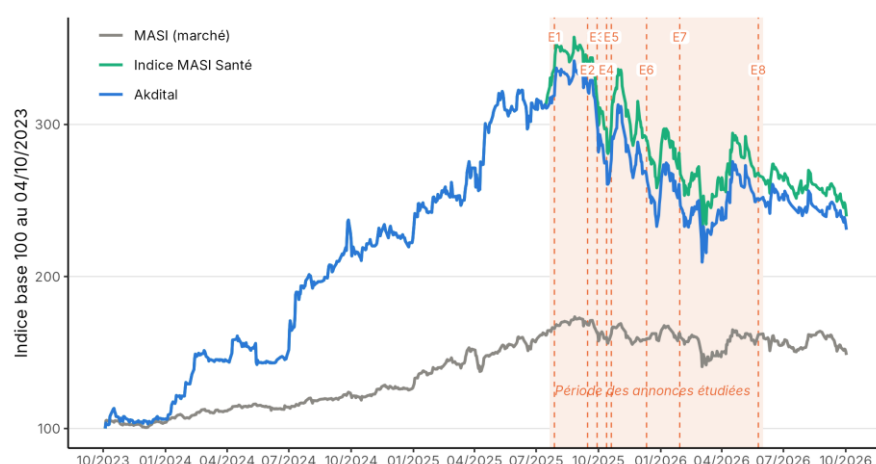
dernier relevant de l'appréciation des auteurs. La manifestation devant l'hôpital d'Agadir et le déclenchement de GenZ 212 sont des chocs sociopolitiques, analysés à part. La figure 3 situe les événements sur l'évolution des cours. La période correspond à un retournement d'Akdital après deux années de forte hausse, ce qui justifie de mesurer les réactions par rapport au marché. Jusqu'à l'introduction de Vicenne, l'indice MASI Santé se confond avec Akdital.

Tableau N°2 : Annonces retenues et séances de référence

Code	Annonce ; séance t0	Événement	Catégorie (signe attendu sous H1 ; sous PE)	Diffusion ; anticipation possible	Source
E1	28/07/2025 28/07/2025	Premier conseil d'administration du GST pilote de Tanger-Tétouan-Al Hoceïma	Offre publique (+ ; -)	Séance, heure inconnue ; partielle	Ministère de la Santé et de la Protection sociale (2025)
E2	14/09/2025 15/09/2025	Manifestation devant l'hôpital public d'Agadir	Choc sociopolitique (? ; ?)	Week-end ; faible	Oubarka (2025), Zarhloule (2025)
E3	27/09/2025 29/09/2025	Déclenchement des manifestations GenZ 212	Choc sociopolitique (? ; ?)	Week-end ; faible	Haouari (2025)
E4	10/10/2025 13/10/2025	Discours royal d'ouverture du Parlement	Orientation générale (+ ; sans objet)	Après la clôture ; date connue, contenu inconnu	Discours royal (2025), Hespress (2025)
E5	19/10/2025 20/10/2025	Conseil des ministres : projet de loi de finances (PLF) 2026 et hausse du budget de la santé	Financement (+ ; sans objet)	Week-end ; partielle (calendrier budgétaire)	Cabinet royal (2025)
E6	11/12/2025 11/12/2025	Adoption des onze décrets de généralisation des GST	Offre publique (+ ; -)	Séance, heure inconnue ; partielle (généralisation programmée)	Chef du gouvernement (2025)
E7	29/01/2026 29/01/2026	Publication au Bulletin officiel de la loi n° 54-23 (transfert de la CNOPS vers la CNSS)	Financement de l'assurance (+ ; sans objet)	Séance, heure inconnue ; forte (loi promulguée le 22/01/2026)	Loi n° 54-23 (2026)
E8	25/05/2026 25/05/2026	Premier conseil d'administration du GST de Souss-Massa	Offre publique (+ ; -)	Séance, heure inconnue ; partielle (décret du 11/12/2025)	Ministère de la Santé et de la Protection sociale (2026b)

Source : élaboration des auteurs à partir des sources de la dernière colonne.

Figure N°3 : Évolution des cours d'Akdital, de l'indice MASI Santé et du MASI (base 100 au 4 octobre 2023) et dates des huit annonces



Source : élaboration des auteurs sous R (ggplot2) à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

2.3. Modèle de rendement normal et tests

Le rendement normal de chaque titre i est estimé par un modèle de marché auquel la correction de Dimson (1979) ajoute le rendement du MASI de la veille et du lendemain : $R(i,t) = \alpha(i) + \beta(i,-1) R(m,t-1) + \beta(i,0) R(m,t) + \beta(i,+1) R(m,t+1) + \varepsilon(i,t)$. Le bêta de Dimson est la somme des trois coefficients. L'estimation porte sur les 120 séances valides les plus récentes se terminant à $t-11$, les fenêtres $[-1 ; +5]$ des autres événements étant retirées pour éviter qu'une annonce ne contamine l'estimation d'une autre. Le rendement anormal est l'écart entre le rendement observé et le rendement prédit, et le rendement anormal cumulé (RAC) en est la somme sur la fenêtre étudiée.

La correction de Dimson est appliquée à toutes les séries, dont certaines comportent des séances sans transaction. Pour Akdital, elle n'est pas indispensable. Deux spécifications sont estimées en contrôle, le modèle de marché classique et le modèle de Dimson privé du rendement du lendemain. Ce dernier terme fait en effet dépendre le rendement normal pendant la fenêtre d'une observation postérieure, qui pourrait refléter l'annonce, même si les coefficients sont estimés hors de cette fenêtre. Les résultats figurent au tableau 7.

La fenêtre principale est $[0 ; +1]$, qui couvre la séance de l'annonce et la suivante. Les fenêtres $[0 ; +2]$ et $[0 ; +5]$ sont secondaires. Elles décrivent la dynamique des cours mais ne servent pas à qualifier un résultat de significatif, car les fenêtres longues de l'automne 2025 se chevauchent. Un résultat dont la fenêtre contient une autre information importante est jugé non identifiable isolément. La significativité est appréciée par le test t de Brown et Warner (1985) et par le test des rangs de Corrado (1989), dans la version multi-jours de Cowan

(1992), qui ne suppose pas la normalité. Un modèle ajusté du marché, des fenêtres d'estimation de 180 et 250 séances et l'examen des dix et vingt séances précédant chaque annonce complètent l'analyse. Akdital faisant partie du MASI, les rendements anormaux mesurés tendent plutôt à être atténués. Les coefficients estimés figurent au tableau 8. Chaque RAC est suivi des probabilités critiques du test t et du test de Corrado.

Les rendements n'étant pas normaux, une probabilité critique empirique est aussi calculée. La procédure est appliquée aux 503 séances sans annonce situées à plus de cinq séances de tout événement, à partir de la 141^e séance pour disposer d'une estimation complète. La probabilité empirique est la part de ces séances dont la statistique t dépasse en valeur absolue celle de l'événement. Le taux de rejet en l'absence d'annonce (tableau 5) est mesuré sur une séance sur trois, pour limiter le recouvrement des fenêtres. La volatilité journalière ayant augmenté depuis 2025, de 1,58 % à 1,86 % pour Akdital et de 0,59 % à 1,14 % pour le MASI, les probabilités empiriques sont aussi recalculées sur les seules séances postérieures au 1^{er} janvier 2025. La correction de Holm porte sur la famille des huit événements pour Akdital sur $[0 ; +1]$, puis sur une famille élargie à $[0 ; +5]$. Toute information propre à Akdital publiée dans les fenêtres est enfin recherchée dans la presse et dans les communiqués de l'entreprise. Les estimations ont été réalisées sous R (version 4.3) et vérifiées de façon indépendante sous Python. Les données et le code sont joints en matériel complémentaire.

3. Résultats

3.1. Vue d'ensemble des réactions

Le tableau 3 présente les rendements anormaux cumulés des trois actifs principaux. Le premier constat est négatif. Sur les cinq annonces institutionnelles autres que le discours royal, le RAC moyen d'Akdital est de -0,33 % sur $[0 ; +1]$, sans significativité ($z = -0,27$; $p = 0,786$). Celui du portefeuille équipondéré Akdital et Sothema est de -0,79 % ($z = -1,16$; $p = 0,245$), et le résultat ne change pas si le discours royal est réintégré. H1, prise dans sa forme large, n'est donc pas vérifiée. Dans sa forme restreinte, elle porte sur les deux annonces de financement. La hausse qui suit le PLF 2026 va dans son sens, alors que la loi n° 54-23 n'est suivie d'aucune réaction qui puisse lui être attribuée (section 3.2).

Ce résultat moyen masque des réactions individuelles fortes et de signe opposé. Sur la fenêtre principale, Akdital gagne 5,00 % (0,003 ; 0,023) après le Conseil des ministres du 19 octobre 2025, qui annonce une enveloppe de 140 milliards de dirhams pour la santé et l'éducation

(Cabinet royal, 2025). Le MASI progresse lui aussi de 4,7 % ces deux jours, et la hausse brute du titre atteint 9,3 %. Pour les chocs sociopolitiques, le titre perd 5,41 % (0,001 ; 0,021) au déclenchement de GenZ 212, dont un slogan opposait les stades aux hôpitaux (Haouari, 2025). Après les onze décrets fixant l'entrée en fonction des GST dans les régions restantes (Chef du gouvernement, 2025), la baisse n'est que de 2,36 % sur la fenêtre principale (0,127 ; 0,081). Elle atteint 4,77 % sur [0 ; +2] (0,013 ; 0,018) et 9,58 % sur six séances (0,000 ; 0,002). Aucune information propre à l'entreprise n'a été relevée dans cette fenêtre (tableau 4), mais six séances laissent place à d'autres influences, et ce résultat est traité comme un signal descriptif. Le modèle ajusté du marché donne des valeurs voisines pour Akdital, soit -4,83 %, 4,61 % et -9,52 %.

Tableau N°3 : Rendements anormaux cumulés, modèle de marché avec correction de Dimson

Événement	Akdital [0 ; +1]	Akdital [0 ; +5]	MA SI Santé [0 ; +1]	MA SI Santé [0 ; +5]	Sothema [0 ; +1]
E1 GST pilote	2,87 (0,083 ; 0,071)	4,07 (0,155 ; 0,182)	3,46 (0,038 ; 0,041)	4,00 (0,163 ; 0,217)	0,78 (0,830 ; 0,560)
E2 Agadir	-2,25 (0,186 ; 0,084)	-1,47 (0,617 ; 0,613)	-2,04 (0,232 ; 0,117)	-1,61 (0,586 ; 0,552)	3,17 (0,397 ; 0,213)
E3 GenZ 212	-5,41 (0,001 ; 0,021)	-8,99 (0,002 ; 0,086)	-4,12 (0,015 ; 0,029)	-6,55 (0,026 ; 0,071)	0,80 (0,826 ; 0,857)
E4 Discours royal	-4,25 (0,012 ; 0,113)	-0,86 (0,766 ; 0,866)	-4,31 (0,011 ; 0,054)	-1,23 (0,674 ; 0,788)	2,06 (0,568 ; 0,560)
E5 PLF 2026	5,00 (0,003 ; 0,023)	7,17 (0,014 ; 0,027)	4,86 (0,004 ; 0,023)	8,29 (0,005 ; 0,008)	-1,88 (0,603 ; 0,733)
E6 Décrets des GST	-2,36 (0,127 ; 0,081)	-9,58 (0,000 ; 0,002)	-1,05 (0,484 ; 0,399)	-8,13 (0,002 ; 0,009)	-1,05 (0,766 ; 0,688)
E7 Loi n° 54-23	-2,76 (0,103 ; 0,206)	-4,16 (0,156 ; 0,281)	-2,48 (0,126 ; 0,179)	-3,58 (0,202 ; 0,346)	-1,11 (0,714 ; 0,508)
E8 GST Souss-Massa	-4,42 (0,032 ; 0,122)	-2,83 (0,424 ; 0,770)	-4,40 (0,022 ; 0,077)	-3,42 (0,299 ; 0,432)	-3,02 (0,344 ; 0,244)

Lecture : RAC en pourcentage ; entre parenthèses, probabilités critiques bilatérales du test t puis du test de Corrado, arrondies à trois décimales. Une valeur de 0,000 désigne une probabilité inférieure à 0,0005. Les fenêtres [0 ; +5] de E4 et E5 se chevauchent, et celle de E3 contient la déclaration ministérielle du 1er octobre 2025 et le communiqué d'Akdital du 6 octobre 2025. L'indice MASI Santé étant presque entièrement composé d'Akdital, ses résultats ne constituent pas une confirmation indépendante.

Source : élaboration des auteurs à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

Sothema ne réagit à aucun événement, ses probabilités critiques restant supérieures à 0,200 sur [0 ; +1] et [0 ; +5], et l'indice MASI Industrie pharmaceutique pas davantage. Ce contraste est cohérent avec les deux canaux si les ventes d'un laboratoire dépendent peu du partage de la demande entre secteurs. Il peut aussi tenir à l'exposition propre de Sothema, et ne valide donc pas le mécanisme. Vicenne et Promopharm ne permettent pas de conclure. Le gain de 6,02 % de Promopharm après E8 (0,017 ; 0,068) repose sur quelques titres échangés et n'est pas interprété.

3.2. Contrôle des informations propres à l'entreprise et test placebo

La recherche d'informations concomitantes modifie sensiblement la lecture des résultats (tableau 4). La baisse de -4,25 % (0,012 ; 0,113) associée au discours royal n'a pas lieu le jour du discours, puisque Akdital est stable le 13 octobre 2025 (+0,4 %). Elle intervient le lendemain, avec une chute de 5,6 % qui suit la diffusion d'informations faisant état de la fermeture administrative de la clinique du groupe dans le quartier de l'Agdal, à Rabat, informations dont le groupe a contesté les motifs, tout en indiquant que la clinique avait suspendu son activité en juin (Kasraoui, 2025). La presse économique a rapproché la volatilité du titre d'informations contradictoires sur des fermetures de cliniques et de possibles tensions entre les opérateurs privés et le ministère de la Santé (Le Matin, 2025). Cet événement est exclu de l'interprétation.

Le lancement du GST de Souss-Massa, le 25 mai 2026 (Ministère de la Santé et de la Protection sociale, 2026b), pose un problème différent. Akdital recule de 0,3 % sur les deux séances alors que le MASI gagne 2,7 %, et le rendement anormal de -4,42 % (0,032 ; 0,122) tient surtout à l'absence de participation du titre à la hausse du marché, amplifiée par un bêta élevé. Ce résultat est jugé fragile. La publication au Bulletin officiel du 29 janvier 2026 de la loi n° 54-23, qui transfère la gestion de l'assurance maladie des fonctionnaires de la CNOPS vers la CNSS (Loi n° 54-23, 2026), coïncide avec la diffusion du rapport de la Cour des comptes, rendu public la veille (Cour des comptes, 2026a). Ce rapport soulignait que les dépenses de l'assurance maladie avaient progressé de 83 % entre 2022 et 2024, alors que la croissance de ses ressources n'avait pas dépassé 36 % (Cour des comptes, 2026b: 382). La baisse de -2,76 % (0,103 ; 0,206) ne peut donc être attribuée à la loi seule. La presse n'ayant relayé la publication que le 3 février (Médias24, 2026), la loi a aussi été datée du 2 et du 3 février, sans réaction notable (-0,31 % et +0,33 %). GenZ 212, le PLF 2026 et les décrets des GST ne comportent en revanche aucune information propre à l'entreprise dans leur fenêtre principale. Les résultats semestriels d'Akdital avaient été publiés le 25 septembre 2025, deux jours avant GenZ 212 (Akdital, 2025a), et l'acquisition annoncée le 23 décembre 2025 est postérieure à la fenêtre des décrets (Akdital, 2025c).

Tableau N°4 : Informations concurrentes dans les fenêtres événementielles et statut retenu

Code	Annonce publique	Information propre à Akdital	MASI sur [0 ; +1] (%)	Statut retenu
E1	Oui	Aucune relevée	+0,2	Exploitable, effet faible
E2	Non (contestation locale)	Aucune relevée	-0,9	Exploitable, non significatif
E3	Non (choc sociopolitique)	Résultats semestriels le 25/09/2025, avant t0 ; décision ministérielle sur les cliniques le 01/10/2025 et communiqué d'Akdital le 06/10/2025, dans la fenêtre longue	-1,7	Exploitable sur [0 ; +1], analysé à part
E4	Oui	Fermeture de la clinique de l'Agdal rapportée le 13/10/2025 ; baisse de 5,6 % le 14/10/2025	-1,4	Contaminé, exclu
E5	Oui	Aucune sur [0 ; +1] ; communication d'Akdital relayée le 27/10/2025 (t+5) ; baisse de 9,2 % sur les dix séances précédentes	+4,7	Exploitable avec réserve (rebond possible)
E6	Oui	Acquisition annoncée le 23/12/2025, après la fenêtre [0 ; +5]	+0,3	Non significatif sur [0 ; +1] ; signal descriptif sur fenêtres longues
E7	Oui	Rapport annuel de la Cour des comptes rendu public le 28/01/2026 (Bulletin officiel daté du 23/01/2026) ; chiffres sur l'assurance maladie relayés le 29/01/2026	-1,6	Composite, non attribuable à la loi
E8	Oui	Indicateurs du premier trimestre datés du 21/05/2026 et relayés le 22/05/2026 (t-1) ; titre stable lors d'une forte hausse du marché	+2,7	Fragile

Lecture : la colonne MASI donne la variation logarithmique cumulée de l'indice de marché sur les séances t0 et t+1, en pourcentage.

Source : élaboration des auteurs à partir d'Akdital (2025a, 2025b, 2025c, 2026), Cour des comptes (2026a, 2026b), Kasraoui (2025), Le Matin (2025), Médias24 (2025) et des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

Le test placebo montre que la procédure rejette l'hypothèse nulle un peu plus souvent que prévu (tableau 5). Pour Akdital sur [0 ; +1], le taux de rejet est de 7,1 % au seuil de 5 %, et de 8,0 % sur l'ensemble des séances postérieures à janvier 2025. Les probabilités paramétriques surestiment ainsi légèrement la significativité, ce que corrigent les probabilités empiriques de la section 3.4.

Tableau N°5 : Taux de rejet empiriques sur des séances sans annonce (test placebo)

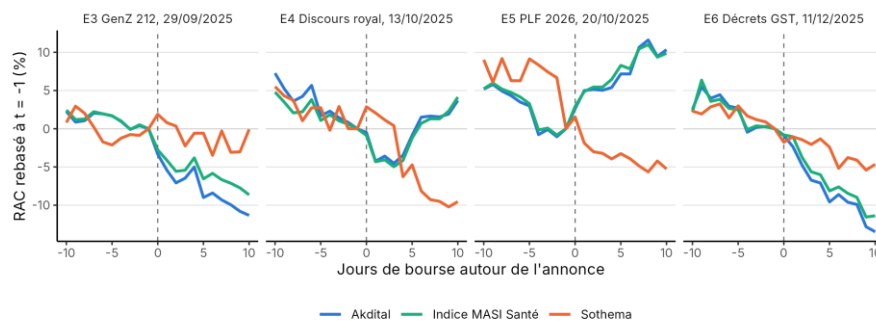
Actif	Fenêtre	Nombre de séances placebo	Rejet au seuil de 5 %	Rejet au seuil de 1 %
Akdital	[0 ; +1]	168	7,1 %	3,6 %
Akdital	[0 ; +5]	170	8,2 %	4,7 %
MASI Santé	[0 ; +1]	171	6,4 %	2,3 %
MASI Santé	[0 ; +5]	171	7,0 %	4,7 %
Portefeuille Akdital et Sothema	[0 ; +1]	168	8,3 %	2,4 %
Portefeuille Akdital et Sothema	[0 ; +5]	170	7,1 %	2,9 %

Source : élaboration des auteurs à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

3.3. Dynamique des réactions

La figure 4 retrace les rendements anormaux cumulés autour des quatre annonces de l'automne 2025. Pour GenZ 212 comme pour les décrets, la baisse d'Akdital se prolonge sur une dizaine de séances, ce qui évoque une incorporation progressive de l'information (Ellison & Mullin, 2001), et la hausse qui suit le PLF 2026 suit le même profil. Ces profils restent descriptifs, car le chevauchement des fenêtres interdit d'attribuer à chaque annonce les mouvements observés au-delà de deux séances.

Figure N°4 : Rendements anormaux cumulés de t-10 à t+10 autour des annonces de l'automne 2025



Source : élaboration des auteurs sous R (ggplot2) à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

Les deux faits non retenus dans la sélection initiale servent de contrôle. Le 1er octobre 2025, le ministre de la Santé a déclaré devant la commission parlementaire des secteurs sociaux avoir mis fin aux subventions d'investissement accordées aux cliniques privées (Médias24, 2025). Akdital n'a pas de rendement anormal significatif ce jour-là, à -1,67 % (0,160 ; 0,129). L'information n'a été relayée que le samedi 4 octobre, et Akdital a publié le lundi 6 un communiqué précisant n'avoir jamais bénéficié d'un soutien public à l'investissement (Akdital, 2025b). Le titre recule alors de 2,5 % quand le MASI progresse de 1,4 %, soit un rendement anormal de -3,99 % (0,001 ; 0,086). Cette séance appartient toutefois à la fenêtre longue de GenZ 212, et l'incertitude sur la date d'information empêche de conclure.

Le premier conseil d'administration du GST de Rabat-Salé-Kénitra, le 14 mai 2026 (Ministère de la Santé et de la Protection sociale, 2026a), n'est suivi d'aucune réaction significative. Akdital gagne 2,66 % sur [0 ; +1] (0,185 ; 0,122), dans un marché en recul de 2,5 %, et sa probabilité empirique est de 0,155. Deuxancements régionaux sur trois s'accompagnent ainsi d'un rendement anormal positif non significatif, celui de Souss-Massa étant négatif mais fragile. Le lancement d'un GST ne paraît pas, en lui-même, associé à une baisse du titre.

3.4. Robustesse

Le tableau 6 rassemble trois vérifications pour Akdital. Avec les probabilités empiriques, calculées sur 503 séances sans annonce, GenZ 212 et le PLF 2026 restent significatifs au seuil de 5 % sur la fenêtre principale (0,026 et 0,028). Sur la fenêtre secondaire de six séances, qui reste descriptive, la baisse qui suit les décrets a une probabilité empirique de 0,016. Celle du GST de Souss-Massa n'est plus significative (0,060). Avec 250 séances d'estimation, les RAC varient peu, et seule la loi n° 54-23 devient significative ($p = 0,030$), sans que sa lecture change.

Tableau N°6 : Robustesse des résultats pour Akdital

Événement	RAC [0 ; +1] (p empirique)	RAC [0 ; +5] (p empirique)	RAC [0 ; +1], 250 séances (p t)	RAC [0 ; +5], 250 séances (p t)	RAC [-10 ; -1] (p t ; p Corrado)
E1 GST pilote	2,87 (0,089)	4,07 (0,156)	2,56 (0,158)	3,53 (0,260)	-0,11 (0,976 ; 0,946)
E2 Agadir	-2,25 (0,155)	-1,47 (0,522)	-2,13 (0,194)	-1,54 (0,587)	-0,43 (0,909 ; 0,913)
E3 GenZ 212	-5,41 (0,026)	-8,99 (0,022)	-4,74 (0,004)	-8,66 (0,003)	-3,17 (0,396 ; 0,358)
E4 Discours royal	-4,25 (0,040)	-0,86 (0,681)	-3,75 (0,022)	-1,32 (0,640)	-10,57 (0,005 ; 0,069)
E5 PLF 2026	5,00 (0,028)	7,17 (0,041)	4,21 (0,010)	6,47 (0,023)	-9,15 (0,016 ; 0,159)
E6 Décrets des GST	-2,36 (0,117)	-9,58 (0,016)	-2,50 (0,113)	-9,61 (0,000)	-2,73 (0,427 ; 0,511)
E7 Loi n° 54-23	-2,76 (0,101)	-4,16 (0,156)	-3,64 (0,030)	-5,80 (0,045)	1,02 (0,787 ; 0,973)
E8 GST Souss-Massa	-4,42 (0,060)	-2,83 (0,364)	-3,80 (0,046)	-2,64 (0,421)	-2,12 (0,642 ; 0,625)

Lecture : RAC en pourcentage. La probabilité empirique est la part des 503 séances placebo (507 pour [0 ; +5]) dont la statistique t dépasse en valeur absolue celle de l'événement. Les colonnes 250 séances reprennent le modèle de base avec une fenêtre d'estimation de 250 séances. Les colonnes [0 ; +5] sont descriptives.

Source : élaboration des auteurs à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

Restent les séances qui précèdent chaque annonce. Avant GenZ 212 et les décrets, aucun mouvement anormal significatif n'apparaît, avec des RAC de -3,17 % et -2,73 % sur [-10 ; -1], et de -3,57 % et -0,90 % sur [-20 ; -1]. Cela ne suffit pas à exclure une anticipation, que ces tests ne mesurent qu'en partie. Le PLF 2026 fait exception. Akdital perd 9,15 % (0,016 ; 0,159) dans les dix séances qui le précèdent et 15,82 % (0,003 ; 0,075) sur vingt séances, une période marquée par GenZ 212 et par l'affaire de la clinique de l'Agdal. Une partie de la hausse des 20 et 21 octobre peut donc correspondre à un rebond, et l'effet du PLF 2026 doit être lu avec cette réserve.

Il faut enfin tenir compte de la multiplicité des tests. Sur la famille des huit événements pour Akdital sur [0 ; +1], la correction de Holm laisse les probabilités paramétriques de GenZ 212

et du PLF 2026 sous 5 %, à 0,012 et 0,024 (tableau 7). Appliquée aux probabilités empiriques, elle les porte à 0,206. Élargie à la fenêtre [0 ; +5], soit seize tests, elle laisse les probabilités paramétriques de GenZ 212 et du PLF 2026 sous 5 % (0,022 et 0,044), comme celle de la baisse de six séances après les décrets (0,007), mais aucune probabilité empirique corrigée ne descend sous 0,25. Les deux réactions de la fenêtre principale sont donc inhabituelles au regard du test paramétrique, mais ne le sont plus lorsque l'on combine probabilités empiriques et correction pour tests multiples. Cette correction ne règle ni la confusion entre événements ni la question du mécanisme, et les résultats restent exploratoires. Le tableau 7 montre aussi que le choix du modèle de rendement normal compte peu. Sans correction de Dimson ou sans le terme $t+1$, les RAC restent compris entre -4,95 % et -5,41 % pour GenZ 212 et entre 4,70 % et 5,00 % pour le PLF 2026. Une fenêtre d'estimation de 180 séances conduit au même constat, avec -5,02 % ($p = 0,002$) et 4,67 % ($p = 0,003$). Les résultats ne tiennent pas au rendement du marché postérieur à l'annonce. Seule la loi n° 54-23 devient significative sans correction (0,043), sans que sa lecture change. Calculées sur les 336 séances placebo postérieures à janvier 2025, les probabilités empiriques restent proches des valeurs de base, à 0,021 pour GenZ 212, 0,024 pour le PLF 2026 et 0,018 pour la baisse de six séances après les décrets.

Tableau N°7 : Sensibilité au modèle de rendement normal et correction pour tests multiples, Akdital, fenêtre [0 ; +1]

Événement	Dimson (p t)	Dimson sans $t+1$ (p t)	Modèle de marché classique (p t)	p empirique depuis 2025	Holm, 8 événements (p t ; p empirique)
E1 GST pilote	2,87 (0,083)	2,66 (0,111)	2,66 (0,109)	0,101	0,332 ; 0,357
E2 Agadir	-2,25 (0,186)	-2,27 (0,185)	-2,25 (0,188)	0,184	0,332 ; 0,357
E3 GenZ 212	-5,41 (0,001)	-5,03 (0,003)	-4,95 (0,003)	0,021	0,012 ; 0,206
E4 Discours royal	-4,25 (0,012)	-3,90 (0,021)	-3,90 (0,021)	0,036	0,073 ; 0,238
E5 PLF 2026	5,00 (0,003)	4,77 (0,005)	4,70 (0,006)	0,024	0,024 ; 0,206
E6 Décrets des GST	-2,36 (0,127)	-2,33 (0,134)	-2,32 (0,142)	0,136	0,332 ; 0,357
E7 Loi n° 54-23	-2,76 (0,103)	-3,60 (0,041)	-3,54 (0,043)	0,119	0,332 ; 0,357
E8 GST Souss-Massa	-4,42 (0,032)	-4,31 (0,039)	-4,47 (0,032)	0,062	0,160 ; 0,298

Lecture : RAC en pourcentage. La probabilité empirique depuis 2025 compare la statistique t de l'événement à celles des 336 séances placebo postérieures au 1er janvier 2025. La correction de Holm porte sur la famille des huit événements. Sur [0 ; +5], la baisse qui suit les décrets atteint -9,25 % sans le terme $t+1$ et -9,00 % avec le modèle de marché classique ($p = 0,001$).

Source : élaboration des auteurs à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

Les bêtas de Dimson passent d'environ 0,85 pour les premières annonces à 1,39, 1,55 et 1,64 pour les trois dernières, dont les fenêtres d'estimation incluent l'automne agité de 2025 (tableau 8). Avec 250 séances, ils restent compris entre 1,07 et 1,32, et les RAC changent peu

(tableau 6). Cette variation tient en partie à la fenêtre d'estimation et en partie à une sensibilité accrue du titre au marché, sans modifier les conclusions.

Tableau N°8 : Coefficients du modèle de marché corrigé de Dimson pour Akdital, par événement

Code	n	α (%)	$\beta(-1)$	$\beta(0)$	$\beta(+1)$	β Dimson	R ²	Durbin-Watson
E1	120	0,074 (0,108)	0,003 (0,104)	1,007 (0,098)	-0,158 (0,104)	0,852	0,487	2,01
E2	120	0,054 (0,111)	0,040 (0,106)	0,972 (0,101)	-0,169 (0,106)	0,843	0,455	1,99
E3	120	0,051 (0,109)	0,011 (0,102)	0,958 (0,097)	-0,134 (0,102)	0,836	0,465	2,02
E4	120	0,034 (0,109)	0,014 (0,102)	0,966 (0,097)	-0,122 (0,102)	0,858	0,469	2,01
E5	120	0,034 (0,109)	0,014 (0,102)	0,966 (0,097)	-0,122 (0,102)	0,858	0,469	2,01
E6	120	-0,119 (0,100)	0,251 (0,112)	0,946 (0,116)	0,191 (0,122)	1,388	0,437	2,15
E7	120	-0,082 (0,109)	0,004 (0,131)	1,153 (0,133)	0,398 (0,132)	1,555	0,467	2,18
E8	120	0,075 (0,131)	-0,024 (0,100)	1,453 (0,100)	0,209 (0,100)	1,637	0,661	2,31

Lecture : erreurs types entre parenthèses ; 120 séances valides se terminant à t-11 ; E4 et E5 partagent la même fenêtre d'estimation.

Source : élaboration des auteurs à partir des cours de la Bourse de Casablanca (2026).

4. Discussion

4.1. Interprétation des résultats

Les résultats se lisent à trois niveaux. Le constat empirique est une réaction significative d'Akdital à deux événements sur la fenêtre principale, au sens du test paramétrique, et une baisse sur des fenêtres plus longues après les décrets. L'interprétation économique est une révision, par les investisseurs, des revenus, des coûts ou des risques attendus du groupe. L'explication causale serait que ces révisions tiennent à la distinction entre financement public et concurrence publique. Les données établissent le premier niveau, rendent le deuxième plausible et ne démontrent pas le troisième. Le tableau 9 précise, pour ces deux réactions et pour le signal observé après les décrets, les mécanismes compatibles, écartés et indéterminés.

L'annonce d'un budget du ministère de la Santé porté à 42,4 milliards de dirhams en 2026, soit environ 9,8 milliards et 30 % de plus qu'en 2025 (Elhamzaoui, 2025), montant retenu par la loi de finances (Loi de finances n° 50-25, 2025), a pu être lue comme une demande accrue pour les cliniques, même si une part seulement de cette dépense leur parviendra. Lorsque l'agenda public met l'accent sur l'hôpital public, les investisseurs pourraient réviser à la baisse la part de marché attendue du privé. La baisse liée à GenZ 212 peut aussi traduire une hausse

du risque politique ou de l'aversion générale au risque, puisque le mouvement dépassait la santé. Cette lecture rejoint la littérature sur les marchés mixtes (Levaggi & Levaggi, 2020), sans en constituer un test.

Tableau N°9 : Mécanismes compatibles, écartés et indéterminés pour les principaux résultats

Événement	Constat	Mécanismes compatibles	Explications écartées par les données	Mécanismes indéterminés
E5 PLF 2026	+5,00 % sur [0 ; +1] (p t 0,003 ; p empirique 0,028)	Demande solvable accrue grâce au budget de la santé (canal du payeur)	Information propre à Akdital (aucune relevée) ; artefact du modèle (stable sous trois spécifications)	Rebond après la baisse des dix séances précédentes ; part du budget revenant au privé ; part de la hausse du MASI (+4,7 %) mal captée par le bêta
E3 GenZ 212	-5,41 % sur [0 ; +1] (p t 0,001 ; p empirique 0,026)	Risque politique et social accru ; mise en cause du privé ; attente d'un réinvestissement public	Information propre à Akdital	Poids du risque politique et de la composante sanitaire ; aversion générale au risque ; anticipation, non exclue par l'absence de RAC significatif avant t0
E6 Décrets des GST (signal descriptif)	-2,36 % sur [0 ; +1] (p t 0,127) ; -9,58 % sur [0 ; +5]	Révision des parts de marché attendues du privé (canal du concurrent) ; incertitude réglementaire	Acquisition du 23/12/2025, postérieure	Attribution d'une baisse étalée sur six séances ; informations non repérées ; tendance du titre ; anticipation, non exclue par l'absence de RAC significatif avant t0

Source : élaboration des auteurs à partir des tableaux 3, 4, 6 et 7.

Cette lecture s'écarte des résultats américains, où les hôpitaux privés gagnent lorsque l'Affordable Care Act progresse (Koku, 2020) et perdent lorsqu'il est compromis (Al-Ississ & Miller, 2013). La réforme américaine agissait surtout par l'assurance, alors que la réforme marocaine combine financement et renforcement de l'offre publique. La baisse observée sur des fenêtres longues après la généralisation des GST, dont les conséquences pour le privé restaient à préciser, pourrait rejoindre Pástor et Veronesi (2012) sur le poids de l'incertitude. La hausse qui suit le PLF 2026 contraste enfin avec Heyden et Heyden (2021), mais une hausse ciblée du budget de la santé n'est pas un plan de soutien général.

4.2. Implications pour la politique de santé

Ces résultats renseignent sur la perception financière des réformes, et sur elle seule. Une hausse du titre après l'annonce budgétaire suggère que les investisseurs attendent qu'une partie de la dépense publique profite aux prestataires privés, ce que la part relevée par la Cour des comptes rend plausible. Le cours boursier ne mesure en revanche ni l'efficacité d'une politique, ni son effet sur l'accès aux soins, ni l'équité du système. Une baisse d'Akdital après

une annonce de renforcement de l'offre publique ne dit donc rien de l'intérêt de cette réforme pour la collectivité. Pour les investisseurs et les dirigeants des groupes cotés, ils indiquent surtout que le calendrier des réformes budgétaires et hospitalières constitue une source de risque à suivre de près.

4.3. Limites de l'étude

La principale limite tient à l'identification. Même significatif, un rendement anormal reste difficile à attribuer lorsque les événements sont rapprochés, en partie attendus ou accompagnés d'informations propres à l'entreprise, et la mesure de l'anticipation n'en donne qu'une idée partielle. La deuxième limite porte sur la validité externe. Les résultats reposent sur une seule entreprise liquide et ne peuvent être transposés aux cliniques non cotées, qui forment l'essentiel du secteur (Zbiri, et al., 2024), ni à l'industrie pharmaceutique. L'historique gratuit de trois ans empêche par ailleurs d'étudier les lois-cadres de 2021 et 2022. La proposition relative à l'État concurrent, formulée après les premiers résultats, expose enfin à la surinterprétation.

Conclusion

Face à huit événements liés au système de santé, les annonces institutionnelles n'ont pas d'effet moyen significatif. Akdital monte après l'annonce budgétaire et baisse au déclenchement de GenZ 212, alors que les décrets des GST ne sont suivis d'une baisse que sur des fenêtres longues. Ces observations sont compatibles avec une distinction entre l'État payeur et l'État concurrent, sans la démontrer. La hausse budgétaire peut en partie traduire un rebond, la baisse liée à GenZ 212 un risque politique plus général, et aucune réaction ne survit à la correction des probabilités empiriques pour tests multiples. L'étude propose donc une grille de lecture à éprouver sur d'autres données.

Le contrôle des informations propres à l'entreprise s'est révélé indispensable, puisqu'il a évité d'attribuer au discours royal la baisse qui a suivi les informations sur la fermeture d'une clinique du groupe. Il resterait à étudier les réformes de 2021 et 2022 sur un historique complet et à relier les anticipations du marché à la part de l'assurance maladie dans les revenus d'Akdital.

RÉFÉRENCES

- Akdital. (2025a, 25 septembre). *Résultats semestriels au 30 juin 2025 [Communiqué financier]*. https://www.ammc.ma/sites/default/files/CP_Akdital_S1_25.pdf
- Akdital. (2025b, 6 octobre). [Communiqué de presse sur l'absence de soutien public à l'investissement du groupe]. <https://akdital.ma/wp-content/uploads/2025/11/CP-AKDITAL-LE-6-OCTOBRE-25-1.pdf>
- Akdital. (2025c, 23 décembre). [Communiqué de presse sur l'acquisition de Taoufik Hospitals Group]. <https://akdital.ma/wp-content/uploads/2025/12/CP-THG-2025-VF.pdf>
- Akdital. (2026, 21 mai). *Trajectoire de croissance soutenue avec un chiffre d'affaires en progression de +24 % au 1er trimestre 2026 [Communiqué financier]*. https://www.ammc.ma/sites/default/files/CP_Akdital_T1_26.pdf
- Akhniif, E.H., Belmadani, A., Mataria, A. & Bigdeli, M. (2024). UHC in Morocco: A bottom-up estimation of public hospitals' financing size based on a costing database. *Health Economics Review*, 14, Article 25. <https://doi.org/10.1186/s13561-024-00501-x>
- Al-Ississ, M.M. & Miller, N.H. (2013). What does health reform mean for the health care industry? Evidence from the Massachusetts special Senate election. *American Economic Journal: Economic Policy*, 5(3), 1-29. <https://doi.org/10.1257/pol.5.3.1>
- Bourse de Casablanca. (2026). *Historique des cours et des indices* [Base de données]. Consulté le 4 octobre 2026, à l'adresse <https://www.casablanca-bourse.com/market-data/cours>
- Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Cabinet royal. (2025, 19 octobre). *Sa Majesté le Roi préside à Rabat un Conseil des ministres* [Communiqué]. Portail national du Maroc. <https://www.maroc.ma/fr/actualites/sa-majeste-le-roi-preside-rabat-un-conseil-des-ministres>
- Chef du gouvernement. (2024, 11 juillet). *Réunion du Conseil de gouvernement du jeudi 11 juillet 2024*. <https://www.cg.gov.ma/fr/node/11616>
- Chef du gouvernement. (2025, 11 décembre). *Réunion du Conseil de gouvernement du jeudi 11 décembre 2025*. <https://www.cg.gov.ma/fr/node/12667>
- Corrado, C.J. (1989). A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 385-395. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90064-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90064-0)
- Cour des comptes. (2026a, 28 janvier). *Communiqué de presse relatif à la publication du rapport annuel de la Cour des comptes au titre de 2024-2025*. https://www.courdescomptes.ma/wp-content/uploads/2026/01/RA-2024-2025-CP_FR.pdf
- Cour des comptes. (2026b). *Rapport annuel de la Cour des comptes au titre de 2024-2025. Bulletin officiel*, n° 7476 bis, 23 janvier 2026, 300-754. https://www.sgg.gov.ma/BO/AR/3111/2026/BO_7476-bis_Ar.pdf
- Cowan, A.R. (1992). Nonparametric event study tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2(4), 343-358. <https://doi.org/10.1007/BF00939016>
- Dimson, E. (1979). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 197-226. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90013-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90013-8)
- Discours royal. (2025, 10 octobre). *SM le Roi adresse un discours au Parlement à l'occasion de l'ouverture de la première session de la 5e année législative de la 11e législature (texte intégral)*. Portail national du Maroc. <https://www.maroc.ma/fr/discours-messages->

[royaux/discours-royaux/sm-le-roi-adresse-un-discours-au-parlement-loccasion-de-louverture-de-la-premiere](#)

- Drissi Bouzaïdi, T. & Ragbi, A. (2024). An analysis of the trend towards universal health coverage and access to healthcare in Morocco. *Health Economics Review*, 14, Article 5. <https://doi.org/10.1186/s13561-023-00477-0>
- Edmans, A., García, D. & Norli, Ø. (2007). Sports sentiment and stock returns. *The Journal of Finance*, 62(4), 1967-1998. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01262.x>
- Elhamzaoui, B. (2025, 20 octobre). PLF2026. Un budget record de 42,4 MMDH pour le ministère de la Santé. Médias24. <https://medias24.com/2025/10/20/plf2026-un-budget-record-de-424-mmdh-pour-le-ministere-de-la-sante/>
- Ellison, S.F. & Mullin, W.P. (2001). Gradual incorporation of information: Pharmaceutical stocks and the evolution of President Clinton's health care reform. *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 89-129. <https://doi.org/10.1086/320269>
- Gnaoui, I. & Moutahaddib, A. (2026). Stock market reaction to the announcement of Morocco's voluntary carbon market: An event study. *Environmental Economics*, 17(4), 20-31. [https://doi.org/10.21511/ee.17\(4\).2026.02](https://doi.org/10.21511/ee.17(4).2026.02)
- Gopane, T.J. & Mmotla, R.M. (2019). Stock market reaction to mega-sport events: Evidence from South Africa and Morocco. *International Journal of Sport Finance*, 14(4), 193-210. <https://doi.org/10.32731/IJSF.144.112019.01>
- Haouari, M. (2025, 12 octobre). Morocco's youth protests and the limits of its governance formula. Middle East Council on Global Affairs. https://mecouncil.org/blog_posts/moroccos-youth-protests-and-the-limits-of-its-governance-formula/
- Hespress. (2025, 10 octobre). Rentrée parlementaire : texte intégral du discours royal. <https://fr.hespress.com/444815-rentree-parlementaire-texte-integral-du-discours-royal-2.html>
- Heyden, K.J. & Heyden, T. (2021). Market reactions to the arrival and containment of COVID-19: An event study. *Finance Research Letters*, 38, Article 101745. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101745>
- Kasraoui, S. (2025, 13 octobre). Akdital denies reports of clinic closure over compliance issues amid scrutiny. Morocco World News. <https://www.moroccoworldnews.com/2025/10/263384/akdital-denies-reports-of-clinic-closure-over-compliance-issues-amid-scrutiny/>
- Kirson, N.Y., Dooley, J.M., Ge, Z. & Chandra, A. (2026). Taking stock of most-favored nation deals: How have markets reacted? *Health Affairs Scholar*, 4(7), Article qxag176. <https://doi.org/10.1093/haschl/qxag176>
- Koku, P.S. (2020). Effect of the Patient Protection and Affordable Care Act on for-profit hospitals in the USA. *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing*, 14(2), 201-215. <https://doi.org/10.1108/IJPHM-12-2018-0060>
- Le Matin. (2025, 27 octobre). Akdital rassure les investisseurs et annonce se lancer à l'international dès 2026 (Saham Capital). <https://lematin.ma/economie/bourse-de-casablanca-akdital-rassure-les-investisseurs/310119>
- Levaggi, L. & Levaggi, R. (2020). Is there scope for mixed markets in the provision of hospital care? *Social Science & Medicine*, 247, Article 112810. <https://doi.org/10.1016/j.socscimed.2020.112810>
- Loi de finances n° 50-25 pour l'année budgétaire 2026. (2025). *Bulletin officiel*, n° 7465 bis, 16 décembre 2025, 3810-3912.

- <https://adala.justice.gov.ma/api/uploads/2025/12/18/loi%20de%20finances%202026-1766048666612.pdf>
- Loi n° 07-22 relative à la création de la Haute Autorité de la santé. (2023). *Bulletin officiel*, n° 7253, 4 décembre 2023, 10229. https://www.sgg.gov.ma/BO/AR/3111/2023/BO_7253_Ar.pdf
- Loi n° 54-23 modifiant et complétant la loi n° 65-00 portant code de la couverture médicale de base et édictant des dispositions particulières. (2026). *Bulletin officiel*, n° 7478, 29 janvier 2026, 859. https://www.sgg.gov.ma/BO/AR/3111/2026/BO_7478_Ar.pdf
- Loi-cadre n° 06-22 relative au système national de santé. (2022). *Bulletin officiel*, n° 7151, 12 décembre 2022, 7895. https://www.sgg.gov.ma/BO/AR/3111/2022/BO_7151_Ar.pdf
- Loi-cadre n° 09-21 relative à la protection sociale. (2021). *Bulletin officiel* (édition de traduction officielle), n° 7132, 6 octobre 2022, 1505-1508. https://anss.gov.ma/sites/default/files/decrets/loi-cadre_09-21_FR.pdf
- Lois n° 08-22, 09-22, 10-22 et 11-22 d'application de la loi-cadre n° 06-22. (2023). *Bulletin officiel*, n° 7213, 17 juillet 2023, 5700, 5719, 5710 et 5706. https://www.sgg.gov.ma/BO/AR/3111/2023/BO_7213_Ar.pdf
- MacKinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Médias24. (2025, 4 octobre). *Les subventions d'investissements aux cliniques privées bloquées par Tahraoui*. <https://medias24.com/2025/10/04/les-subventions-dinvestissements-aux-cliniques-privees-bloquees-par-tahraoui/>
- Médias24. (2026, 3 février). *Transfert de la gestion de l'AMO de la CNOPS vers la CNSS : publication au BO de la loi 54.23*. <https://medias24.com/2026/02/03/transfert-de-la-gestion-de-lamo-de-la-cnops-vers-la-cnss-publication-au-bo-de-la-loi-54-23-1621633/>
- Ministère de la Santé et de la Protection sociale. (2025, 28 juillet). *Groupement sanitaire territorial de la région Tanger-Tétouan-Al Hoceïma*. <https://www.sante.gov.ma/Pages/actualites.aspx?idactu=712>
- Ministère de la Santé et de la Protection sociale. (2026a, 14 mai). *Groupement sanitaire territorial de la région Rabat-Salé-Kénitra*. <https://www.sante.gov.ma/Pages/actualites.aspx?idactu=764>
- Ministère de la Santé et de la Protection sociale. (2026b, 25 mai). *Groupement sanitaire territorial de la région Souss-Massa*. <https://www.sante.gov.ma/Pages/actualites.aspx?idactu=770>
- Oubarka, M. (2025, 15 septembre). Agadir : colère et sit-in devant l'hôpital régional Hassan II après plusieurs décès. *Le360*. https://fr.le360.ma/societe/agadir-colere-et-sit-in-devant-lhopital-regional-hassan-ii-apres-plusieurs-deces_LETTA6F4LFA7PJNJ2APAKOHMZE/
- Pástor, L. & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Scholtens, B. & Peenstra, W. (2009). Scoring on the stock exchange? The effect of football matches on stock market returns: An event study. *Applied Economics*, 41(25), 3231-3237. <https://doi.org/10.1080/00036840701721406>
- Sothema. (2026). *Rapport financier semestriel au 30 juin 2026*. <https://www.sothema.com/static/uploads/2026/09/RFS-sothema-2026-0930.pdf>
- Vicenne. (2026). *Rapport financier annuel 2025*. Autorité marocaine du marché des capitaux. https://www.ammc.ma/sites/default/files/Vicenne_RFA_2025.pdf

- Zarhloule, Y. (2025, 24 octobre). *Understanding Morocco's GenZ uprising*. Diwan, Malcolm H. Kerr Carnegie Middle East Center. <https://carnegieendowment.org/middle-east/diwan/2025/10/moroccos-genz-uprising>
- Zbiri, S., Belghiti Alaoui, A., El Badisy, I., Diouri, N., Belabbes, S., Belouali, R. & Belrhiti, Z. (2024). Private hospitals in low- and middle-income countries: A typology using the cluster method, the case of Morocco. *BMC Health Services Research*, 24, Article 1231. <https://doi.org/10.1186/s12913-024-11660-2>
- Zhang, X., Zimmerman, A., Zhang, Y., Ogbuaji, O. & Tang, S. (2024). Rapid growth of private hospitals in China: Emerging challenges and opportunities to health sector management. *The Lancet Regional Health: Western Pacific*, 44, Article 100991. <https://doi.org/10.1016/j.lanwpc.2023.100991>